

Forholdet mellom børsnoterte selskapers informasjonsplikt og adgangen til utsatt offentliggjøring

Kandidatnummer: 578

Leveringsfrist: 25. april 2013

Antall ord: 17 295



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Avgrensinger	2
1.2	Videre fremstilling.....	2
1.3	Rettskildebildet.....	2
1.4	Hensyn bak reglene	6
2	REDEGJØRELSE FOR INFORMASJONSPLIKTEN OG ADGANGEN TIL UTSATT OFFENTLIGGJØRING	9
2.1	Definisjoner	9
2.1.1	Regulert marked og andre markeder for aksjehandel.....	9
2.1.2	Finansielle instrumenter / omsettelige verdipapirer	11
2.1.3	Innsideinformasjon.....	12
2.2	Virkeområde for vphl. §§ 5-2 og 5-3.....	16
2.3	Hovedregel om informasjonsplikt	17
2.3.1	Når inntretr informasjonsplikten?	18
2.3.2	Nærmere om informasjonspliktens innhold	18
2.4	Utsatt offentliggjøring	19
2.4.1	Utsteders legitime interesser	20
2.4.2	Forutsetninger for utsettelse	24
2.4.3	Tilsyn med om vilkårene for utsatt offentliggjøring er til stede	27
2.5	Reaksjoner og virkemidler ved regelbrudd	28
2.5.1	Overtredelsesgebyr og kritikk	29
2.5.2	Børspause, suspensjon og særlig observasjon.....	30
3	FORHOLDET MELLOM INFORMASJONSPLIKTEN OG UTSETTELSESADGANGEN.....	31

3.1	Hvordan skal informasjonsplikten og vilkårene for utsatt offentliggjøring forstås i forhold til hverandre?	31
3.1.1	Nærmere om informasjonsplikten.....	32
3.1.2	Nærmere om utsettelsesadgangen	35
3.1.3	Oppsummering	42
3.2	Forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen ved pågående prosesser	44
3.2.1	Realitetsgrunnsetningen og Daimler-saken.....	45
3.2.2	Norsk praksis angående informasjonsregimet i pågående prosesser	51
3.2.3	Oppsummering	56
3.3	Forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen ved andre typetilfeller	56
3.3.1	Olje- og gassfunn	56
3.3.2	Likviditetsproblemer	58
3.3.3	Endringer i tidligere meldt informasjon	60
3.3.4	Lengre utsettelsesperioder.....	62
3.4	Implementeringen av bestemmelsen om informasjonsplikt i norsk rett.....	63
3.4.1	Er bestemmelsen om informasjonsplikt riktig implementert i norsk rett?...	63
3.4.2	Tidspunktet for informasjonspliktens inntreden i visse andre europeiske land	65
3.5	Veien videre – revisjon av markedsmisbruksdirektivet	66
4	OPPSUMMERENDE KONKLUSJON	68
5	LITTERATURLISTE	71
5.1	Lover.....	71
5.2	Forskrifter	71
5.3	EØS-relevant lovgivning m.m.....	71
5.4	Rettspraksis.....	72
5.4.1	Høyesterett	72
5.4.2	Underrettspraksis.....	73

5.4.3	Praksis fra EU-domstolen	73
5.5	Børspraksis	73
5.6	Forarbeider.....	73
5.7	Oslo Børs' sirkulære og reglement.....	74
5.8	Bøker og artikler	74
5.9	Nettdokumenter	76
5.10	Andre kilder	77

1 Innledning

Oppgavens tema er forholdet mellom børsnoterte selskapers plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon som direkte angår utsteder av finansielle instrumenter (også kalt informasjonsplikten) og adgangen til utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Plikten til offentliggjøring av innsideinformasjon følger av verdipapirhandelloven § 5-2 og inntreffer «uoppfordret og umiddelbart» straks det oppstår innsideinformasjon. Adgangen til utsatt offentliggjøring er hjemlet i verdipapirhandelloven § 5-3 og inntreffer på samme tidspunkt som informasjonsplikten. Utsettelsesadgangen er betinget av at visse vilkår er oppfylt. Oppgavens problemstilling er å belyse forholdet mellom de nevnte bestemmelser.

Bestemmelsene henger sammen ved at adgangen til utsatt offentliggjøring har sitt anvendelsesområde der det har oppstått en forutgående plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon.

Det kan tenkes flere modeller for forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen. Som det ene ytterpunkt kan tenkes en modell som overlater ansvaret for å vurdere hvorvidt innsideinformasjonen skal offentliggjøres eller utsettes fullt ut til utsteder. Som det andre ytterpunkt kan det tenkes en modell der utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon krever godkjennelse fra regulert marked.¹ Som en mellomløsning kan tenkes en situasjon der utsteder etter eget skjønn beslutter utsettelse, men er underlagt en meldeplikt til tilsynsmyndigheten. Jeg vil i oppgaven klarlegge hvilken modell som gjelder i norsk rett.

¹ ESME (2007) punkt 3.1

1.1 Avgrensinger

Oppgaven avgrenses mot informasjonsplikt som ikke er «løpende», altså periodisk informasjonsplikt. Den periodiske informasjonsplikten gjelder offentliggjøring av blant annet års-, halvårs- og kvartalsrapport og endringer i rettigheter (eksempelvis endringer i stemmerettigheter²) til aksjer m.v.³ Den løpende informasjonsplikten gjelder innsideinformasjon som oppstår på ad hoc-basis, eksempelvis inngåelse av en stor kontrakt eller et oljefunn.

Oppgaven avgrenses også mot andre finansielle instrumenter enn aksjer, slik som for eksempel gjeldsinstrumenter (typisk obligasjoner) og derivater. Avgrensningen gjøres både på grunn av plasshensyn og på grunn av at hoveddelen av praksis vedrørende oppgavens tema er knyttet til innsideinformasjon som angår aksjer.

1.2 Videre fremstilling

I avsnitt 2 vil jeg redegjøre for det regelverk som ligger til grunn for oppgavens problemstilling.

Avsnitt 3 er oppgavens hoveddel og består av fem underavsnitt der jeg vil se på ulike problemstillinger eller situasjoner som kan oppstå under det gjeldende informasjonsregime.

I avsnitt 4 vil jeg oppsummere mine funn og gi et svar på oppgavens problemstilling.

1.3 Rettskildebildet

Bestemmelsene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring er gitt i lov om verdipapirhandel fra 2007 (heretter «vphl.» eller verdipapirhandelloven). Loven fra 2007

² Myklebust (2011) s. 314

³ Se vphl. §§ 5-4 – 5-10

flyttet hjemlene for informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring fra den daværende børsllov og børsforskrift til verdipapirhandelloven. Det skjedde allikevel ingen innholdsmessig endring for disse bestemmelsene, praksis fra før 2007 er derfor fremdeles relevant.

Av forarbeider til de relevante bestemmelser i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er forarbeidene til implementeringen av markedsmisbruksdirektivet mest relevante, se Ot.prp nr. 12 (2004-2005). Andre steder i forarbeidene behandles hvorledes offentliggjøringen skal skje (se Ot.prp nr. 34 (2006-2007) kapittel 17) samt hvilke hensyn som er relevante på området (se NOU 1996:2 kapittel 2).

Det finnes liten veiledning i forarbeidene om hvorledes regelverket skal forstås. At det foreligger få uttalelser i forarbeidene har sin bakgrunn i at informasjonsplikten først ble innført i forskriftsform, forarbeider til Stortingets behandling var derfor ikke nødvendig.

Kredittilsynets (nåværende Finanstilsynet) høringsnotater fra mars 2004 og januar 2005 er relevante tolkningsfaktorer. Høringsnotater har regelmessig en relativt lav rettskildemessig vekt ved at de kun gir uttrykk for forvaltningens synspunkter. Høringsnotatene som er relevante for oppgaven er gitt av en fagetat som er eksperter på området. Dette kan tale for å tillegge disse høringsnotatene større vekt enn høringsuttalelser fra mer «generelle» etater uten samme spisskompetanse.

Standpunktene i høringsnotatene er uansett kvalitativt gode argumenter som regelmessig vil tillegges vekt alene i form av å være gode argumenter.

Når de nevnte punkter sees i sammenheng bør høringsnotatene på dette området tillegges en tyngre rettskildevekt enn det man normalt tillegger høringsnotater.

I tillegg til regler gitt i lov og uttalelser i forarbeider og høringsnotater er børss- og verdipapirretten preget av at regler utstedt av andre enn offentlige myndigheter har større betydning enn det man ser innenfor andre rettsområder.⁴ For denne oppgavens tema er det særlig regler gitt i Oslo Børs' Løpende forpliktelser for børstoterte selskaper som er av interesse. Oslo Børs sine «Løpende forpliktelser» er et avtalebasert regelverk som utstedere av finansielle instrumenter notert på Oslo Børs eller Oslo Axess plikter å underlegge seg.

Børs- og verdipapirretten er videre preget av at det foreligger få avgjørelser fra domstolene, samtidig som avgjørelser fattet av andre organer har stor betydning. Dette gjelder særlig Børsklagenemndas (som er et forvaltningsorgan oppnevnt av Finansdepartementet for å avgjøre klager på vedtak truffet av børsen⁵ avgjørelser) og Oslo Børs' praksis.⁶ Disse avgjørelsene er viktige rettskilder på området på grunn av omfanget av saker som behandles og ved at de aktuelle vedtak og uttalelser legges til grunn i senere saker.

Bestemmelsene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring bygger på Europaparlamentet og Rådets direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering, det såkalte markedsmisbruksdirektivet (heretter «MAD» eller markedsmisbruksdirektivet), og Kommisjonens direktiv 2003/124/EF. De aktuelle direktivene har derfor betydning ved tolkning av verdipapirhandelovens regler.

Markedsmisbruksdirektivet var det første direktivet som ble utarbeidet etter den særlige lovgivningsprosessen kalt Lamfalussy-prosedyren (eller komitologiprosedyre). Denne prosedyren deler lovgivningsarbeidet opp i fire nivåer.

⁴ Myklebust (2011) s. 192

⁵ Børsens hjemmesider. Børsklagenemnden

⁶ Myklebust (2011) s. 192

På nivå 1 gis det såkalte rammedirektiver som inneholder hovedregler og prinsipper. Disse blir vedtatt i henhold til EUs vanlige lovgivningsprosedyrer.⁷ MAD er et slikt rammedirektiv gitt av Europaparlamentet og Rådet.

På nivå 2 gis detaljregler til utfylling av rammedirektivene. Disse kan sammenlignes med våre nasjonale forskrifter.⁸ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF er et slikt nivå 2-direktiv og er gitt av Kommisjonen i samarbeid med Committee of European Securities Regulators (CESR) – nåværende European Securities and Markets Authority (ESMA). I fortalen til MAD åpnes det for at tiltak på nivå 2 burde brukes ofte, for å sikre at regelverket er i tråd med markedet og utvikling i markedsovervåkingen.⁹

På nivå 3 finner man standarder og retningslinjer utarbeidet av CESR/ ESMA på områder som ikke er regulert i lovgivningen. Disse er ikke rettslig bindende, men det antas likevel at de vil tillegges stor vekt av de nasjonale tilsynsmyndighetene.¹⁰

Nivå 4 regulerer Kommisjonens og EFTAs overvåkningsorgan ESAs kontroll med gjennomføringen og håndhevelsen av regelverket.¹¹

At reglene bygger på EU-lovgivning innebærer at europeiske kilder også vil være relevante, for eksempel dommer fra EU-domstolen, uttalelser fra EU's tilsynsmyndighet på verdipapirområdet (ESMA) og EU's ekspertgruppe på samme område (ESME) samt litteratur fra andre land i EØS-området.

⁷ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 8

⁸ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 8

⁹ MAD fortalens punkt 8

¹⁰ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 8

¹¹ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 8

1.4 Hensyn bak reglene

Formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-1 angir at lovens formål er å legge til rette for «sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter».

En sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter er av avgjørende betydning for å sikre at verdipapirmarkedene fyller den funksjon de er tiltenkt, nemlig å sørge for at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg.¹² Verdipapirmarkedene spiller en viktig samfunnsøkonomisk rolle ved at markedene fungerer som en kilde til kapital og kreditt for næringslivet samt som et plasseringsalternativ for investorer og sparere.¹³

Hva som ligger i formuleringen «sikker, ordnet og effektiv handel» er drøftet i forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997. Uttalelsene er relevante for forståelsen av dagens verdipapirhandellov ved at de er sitert i en nyere forarbeidsuttalelse.¹⁴

Målet om «sikker» handel oppfylles først og fremst ved å ha velfungerende oppgjørsmekanismer.¹⁵ Dette aspekt er mindre relevant for min problemstilling.

Målet om «ordnet» handel oppfylles ved at markedsplassen fungerer og handelen der tilfredstiller alminnelige rettferdighetsnormer.¹⁶ Hvorvidt denne målsetning oppnås vises gjennom hvorvidt markedsaktørene har tillit til markedsplassen. Dersom investorene i markedet ikke har tillit til kursfastsettelsen risikerer man at investorene trekker seg ut av markedet ved å ikke handle der lenger eller at investorene legger inn en risikopremie ved sine handler. Risikopremien kan sees på som en «kompensasjon» for å handle i et marked man ikke har tillit til – dersom investorene ikke har tillit til kursfastsettelsen (eller mer

¹² NOU 1996:2 s. 23

¹³ Myklebust (2011) s. 55

¹⁴ Ot.prp nr. 80 (2008-2009) s. 31

¹⁵ NOU 1996:2 s. 16

¹⁶ NOU 1996:2 s. 16

generelt: markedet) vil de kreve en høyere forventet avkastning på papiret før de investerer i det.¹⁷

Dette hensynet er også omtalt i fortalen til MAD der det fremheves at:

*«Prompt and fair disclosure of information to the public enhances market integrity, whereas selective disclosure by issuers can lead to a loss of investor confidence in the integrity of financial markets...»*¹⁸

Handelen er ansett å være effektiv når markedskursene reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.¹⁹ I økonomisk teori har man undersøkt hvilken innvirkning informasjon har på et verdipapirs markedskurs.²⁰ Et av funnene i disse undersøkelsene er at kursen på et verdipapir hovedsaklig baseres på tilgjengelig informasjon om potensiell inntjening på papiret. Dette til forskjell fra ikke-finansielle goder, der prisen på godet hovedsaklig avgjøres av markedets tilbud og konsumentenes etterspørsel.²¹

Forholdet mellom informasjon og markedskurs for verdipapirer har blitt nærmere omtalt i en hypotese om markedseffisiens kalt «efficient capital market hypothesis».²² Hypotesen går ut på at markedskursen vil reflektere all tilgjengelig informasjon og være et riktig uttrykk for verdipapirets reelle verdi.²³ Dersom man legger hypotesen til grunn ser man at informasjonsplikten er et avgjørende verktøy for å oppnå «riktig» kursfastsettelse.

¹⁷ NOU:1996 s. 22

¹⁸ MAD fortalens punkt 24

¹⁹ NOU 1996:2 s. 16

²⁰ Se for eksempel Georgakopoulos (1991)

²¹ Sæbø (1995) s. 29

²² Hypotesen er utviklet av den amerikanske økonomiprofessoren Eugene Fama

²³ Sæbø (1995) s. 29

Ved at informasjonsplikten bidrar til en «riktig» kursfastsettelse bidrar den også til å oppfylle lovens formål om «effektiv» handel.

Utover å bidra til kursfastsettelsen vil en plikt til «uoppfordret og umiddelbart» å informere markedet om innsideinformasjon også minske risikoen for innsidehandel.

Eksistensen av innsideinformasjon medfører at ikke alle markedsaktørene har samme informasjon, det oppstår en situasjon med assymetrisk informasjon. Det er denne informasjonsassymetrien i markedet som medfører at det er forbud mot misbruk av innsideinformasjon (se vphl. § 3-3), rådgivningsforbud (se vphl. § 3-7) og egne regler om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering dersom man innehar innsideinformasjon (se vphl. § 3-4). Det er endog straffesanksjonert å handle i strid med de ovennevnte bestemmelsene, jfr. Vphl. § 17-3.

Utstederforetakenes adgang til å utsette offentliggjøring hensyntar i større grad selskapenes behov enn markedets behov. Utsettelsesadgangen er begrunnet i at selskapet ikke skal lide skade ved oppfyllelsen av informasjonsplikten. Dette vises allerede i bestemmelsens vilkår om at offentliggjøring vil skade selskapets «legitime interesser». Hensynet bak regelen om utsatt offentliggjøring er dermed at selskapets behov for hemmelighold i visse tilfeller er mer tungtveiende enn markedets behov for informasjon.

Adgangen til å utsette offentliggjøring bidrar til å oppfylle formålet om «ordnet handel», slik det er nedfelt i forarbeidene. Dersom enhver utsettelse av offentliggjøringen hadde vært forbudt ville det vært mindre attraktivt å notere verdipapirer for handel på det markedet – markedet ville ikke fungert. En adgang til å utsette offentliggjøring på visse vilkår må også anses å tilfredsstillе alminnelige rettferdighetsnormer. Det har også blitt lagt

til grunn av ESME at utsatt offentliggjøring i visse tilfeller kan bidra til å sikre et fungerende marked.²⁴

Vi ser altså at informasjonsplikten bidrar til å sikre at kursen på de finansielle instrumenter som omsettes i markedet er «riktig». Adgangen til utsatt offentliggjøring står som et motstykke til dette ved at regelen gir utstederselskapene anledning til, på visse vilkår, å hemmeligholde innsideinformasjon i en begrenset periode. Vi kan tenke oss en situasjon der et børsnotert oljeselskap A er i forhandlinger om et oppkjøp av et annet oljeselskap B, men man ønsker ikke å offentliggjøre nyhetene ennå, for eksempel fordi finansieringen fremdeles ikke er helt sikret. Dersom det i dette eksempelet forutsettes at offentliggjøringen av oppkjøpet vil medføre at kursen på aksjer utstedt av A øker, vil kursverdien ikke gjenspeile aksjenes underliggende realøkonomiske verdi ved at kursen er lavere enn den ville vært dersom informasjonen om oppkjøpet var allment kjent. Utsettelsen kan således motvirke lovens formål om «effektiv» handel.

2 Redegjørelse for informasjonsplikten og adgangen til utsatt offentliggjøring

2.1 Definisjoner

2.1.1 Regulert marked og andre markeder for aksjehandel

Begrepet «regulert marked» fungerer som koblingsord i børs- og verdipapirretten ved at det viser hvilke markeder som er underlagt regulering. Med koblingsord menes et begrep i lovteksten som fungerer slik at det angir en rekke forskjellige rettsfølger, slik at hver enkelt bestemmelse kan tjene som fragment i flere ulike regler.²⁵

²⁴ ESME (2007) punkt 3.1.2

²⁵ Eckhoff (2001) s. 50

Et regulert marked er i børsloven § 3 (1) definert til å være et foretak med tillatelse til dette fra Finansdepartementet²⁶ som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.

I Norge har Oslo Børs og Nord Pool Spot status som regulerte markeder med ytterligere konsesjon til å drive børsvirksomhet etter tillatelse fra Finansdepartementet.²⁷ Markedsplassen Oslo Axess, som har noe lempligere noteringsvilkår enn Oslo Børs, har også status som regulert marked.

Verdipapirhandelloven åpner også opp for handel på såkalte multilaterale handelsfasiliteter (MHF). MHF-er er en markeds plass der det kan legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter.²⁸ MHF kan drives av enten verdipapirforetak eller regulerte markeder. Bestemmelsene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring gjelder ikke ved handel på MHF.²⁹ MHF-er har allikevel plikt til å offentliggjøre opplysninger om ordrer og handler på handelsfasiliteten.³⁰ Denne opplysningsplikten påhviler i utgangspunktet den enkelte handelsfasilitet, til forskjell fra den løpende informasjonsplikten som påhviler utstederne av det finansielle instrumentet. MHF kan også utsette offentliggjøring av handler etter tillatelse fra Finanstilsynet.³¹ I Norge er Oslo Connect regulert som MHF. Oslo Connect er en markeds plass for derivater. Det finnes ingen MHF-er for aksjer i Norge.

²⁶ Børsloven § 4

²⁷ Børsloven § 33 (1)

²⁸ Vphl. § 2-3 (4)

²⁹ Vphl. § 5-1 angir virkeområdet for reglene til å være finansielle instrumenter på «norsk regulert marked».

³⁰ Vphl. §§ 11-3 og 11-4

³¹ Vphl. § 11-4 (3)

Det foregår også handel med aksjer utenfor de regulerte markeder, på det såkalte OTC-markedet («Over the counter»). Dette er handel med fritt omsettelige aksjer i aksje- eller allmennaksjeselskaper som ikke har notert sine aksjer til handel på regulert marked. Det følger av bestemmelsen om virkeområde for reglene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring³² at disse ikke kommer til anvendelse på handel i OTC-markedet. Ved opptak til handel på Norsk fondsmeglerforbunds såkalte A-liste må selskapet undertegne en distribusjonsavtale med Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO) som motpart.³³ I denne avtales § 3 er selskapene på A-listen pålagt å videreformidle:

«enhver opplysning om Selskapet og dets aksjer - eller øvrige finansielle instrumenter - som må anses å være av vesentlig betydning for en riktig prisvurdering av aksjene i [s]elskapet».

Vi ser altså at selskaper på A-listen er underlagt en avtalebasert informasjonsplikt som ikke er helt ulik den informasjonsplikt som er pålagt børssnoterte selskaper. Det faller utenfor oppgavens tema å behandle disse selskapers informasjonsplikt nærmere.

2.1.2 Finansielle instrumenter / omsettelige verdipapirer

Finansielle instrumenter er definert i vphl. § 2-2 og kan deles i fire grupper – omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.

Aksjer er finansielle instrumenter som tilhører gruppen omsettelige verdipapirer.³⁴ Omsettelige verdipapirer er nærmere definert til å være de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet.³⁵

³² Vphl. § 5-1

³³ Distribusjonsavtale FINFO

³⁴ Vphl. § 2-2 (2) nr. 1

³⁵ Vphl. § 2-2 (2)

Da oppgaven er avgrenset mot andre typer finansielle instrumenter enn aksjer, behandles ikke de øvrige instrumenter nærmere.

2.1.3 Innsideinformasjon

Innsideinformasjonsbegrepet er sentralt for oppgavens tema. Dette vises ved at informasjonsplikten dreier seg om offentliggjøring av innsideinformasjon og utsatt offentliggjøring handler om å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon.

Begrepet innsideinformasjon fungerer som et koblingsord for en rekke av bestemmelsene i verdipapirhandelloven. I markedsmisbruksdirektivet har man valgt å innføre et enhetlig innsideinformasjonsbegrep³⁶ der alle plikter som påhviler innsidere inntreffer på samme tid, nemlig på det tidspunkt innsideinformasjonen oppstår. En annen mulig løsning kunne ha vært et differensiert innsideinformasjonsbegrep der visse plikter inntreffer så raskt det oppstår innsideinformasjon, mens andre plikter oppstår på det tidspunkt innsideinformasjon har et vesentlig kurspåvirkningspotensial.

Når utstederselskapet eller andre vet eller burde vite at det er oppstått innsideinformasjon utløses en rekke plikter. Det kan blant annet nevnes plikten til å føre liste over de som innehar innsideinformasjon, jfr. vphl. § 3-5, og forbud mot såkalt misbruk av innsideinformasjon, jfr. vphl. § 3-3. Det oppstår videre plikt til å bevare taushet om innsideinformasjonen til «uvedkommende», jfr. vphl. § 3-4.

Brudd på flere av reglene om innsideinformasjon er sanksjonert med straff. Det følger da av det strafferettslige legalitetsprinsipp at man ved tolkningen av begrepet må legge til grunn en streng ordlydsfortolkning.³⁷

³⁶ ESME (2007) punkt 3.1

³⁷ Grl. § 96

Brudd på bestemmelsene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring er straffesanksjonert ved grove eller gjentatte overtredelser.³⁸ Skyldkravet er uaktsomhet. Dette innebærer at man må legge til grunn en streng ordlydsfortolkning også ved tolkingen av disse bestemmelsene i medhold av det strafferettslige legalitetsprinsipp.

Innsideinformasjon er i vphl. § 3-2 (1) definert til å være:

«presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet».

Vi ser av definisjonen at innsideinformasjon er opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Definisjonen av innsideinformasjon avgrenses således mot det som er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Er opplysningene offentlig tilgjengelige eller allment kjente, utgjør de ikke innsideinformasjon.³⁹

En opplysning vil være offentlig tilgjengelig eller allment kjent dersom utstederselskapet selv har gitt opplysningen gjennom allment brukte offentliggjøringsmekanismer, slik som for eksempel Oslo Børs' nyhetstjeneste Newsweb, eller ved at opplysningen kommer ut i alminnelig leste medier. Innsideinformasjonsbegrepet må også avgrenses mot analyser og vurderinger som er basert på offentlig tilgjengelig data, for eksempel regnskapstall.

³⁸ Vphl. § 17-3 (2) nr. 6

³⁹ Gravir (2005) s. 103

Begrepet «allment kjent» kan ikke leses helt bokstavelig da det nesten aldri vil foreligge fullstendig informasjonslikhet hos samtlige markedsaktører.⁴⁰ I alle fall vil opplysningen ofte være «offentlig tilgjengelig» før den er «allment kjent».

Vurderingen av om opplysninger skal anses som innsideinformasjon vil være konkret.⁴¹ Til hjelp i vurderingen er begrepene «presise opplysninger» og «egnet til å påvirke kursen merkbart» nærmere presisert i vphl. § 3-2 (2) og (3). Disse kommenteres straks nedenfor.

2.1.3.1 «presise opplysninger»

Begrepet «presise opplysninger» er nærmere definert i vphl. § 3-2 (2) der det uttales at:

«opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene».

Det følger av lovteksten, og er også lagt til grunn av Finanstilsynet, at det ikke er noe krav om at opplysningen er fullstendig, nøyaktig eller ubetinget for at kravet til presisjon skal være oppfylt.⁴² Presisjonskravet innebærer på den annen side en avgrensning mot rykter og spekulasjoner.⁴³

Kravet til «presise opplysninger» er dermed oppfylt der (1) det foreligger en opplysning som (2) indikerer at en hendelse har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville

⁴⁰ Svedberg (2007) punkt 3.5.2

⁴¹ Gravir (2005) s. 103

⁴² Finanstilsynets rundskriv 28/2011 punkt 3.3.1

⁴³ Ot.prp nr.12 (2004-2005) s. 27

inntreffe og (3) denne hendelsen må være tilstrekkelig spesifikk til at det kan trekkes en slutning om hendelsens kurspåvirkningspotensial.

I forbindelse med pågående prosesser har EU-domstolen i en rådgivende uttalelse fra juni 2012 lagt til grunn at når en opplysning er presis i lovens forstand vil avhenge av når det foreligger en realistisk mulighet (engelsk: «realistic prospect») for at prosessen vil materialisere seg.⁴⁴ Børssklagenemnden har i et nylig vedtak lagt til grunn at dette begrepet skal forstås slik at det må være sannsynlighetsovervekt for at prosessen vil materialisere seg.⁴⁵

I samme rådgivende uttalelse fant EU-domstolen at det ikke var belegg for å tolke vilkåret om «presise opplysninger» slik at det kreves en lavere sannsynlighetsgrad for at en opplysning skal anses som presis dersom den har et høyt kurspåvirkningspotensiale. Uttalelsen omtales nærmere i avsnitt 3.2.1.

2.1.3.2 Kurspåvirkningspotensial - «fornuftig investor»-testen

Vilkåret om kurspåvirkningspotensial fremkommer av formuleringen «egnet til å påvirke kursen».⁴⁶ Innsideinformasjonens kurspåvirkningspotensial skal vurderes i forhold til den såkalte «fornuftig investor»-testen, slik angitt i vphl. § 3-2 (3).

Vilkåret om merkbar kurspåvirkning er oppfylt dersom opplysningene er av en slik art at en fornuftig investor «sannsynligvis vil benytte [opplysningene] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning». Tredje ledd skal ikke forstås slik at det skal foretas noen merkbarhetsvurdering «som ledd i eller i tillegg til den fornuftige investortesten».⁴⁷ Kravet

⁴⁴ C-19/11 *Daimler*

⁴⁵ Børssklagenemndens vedtak av 16. april 2013 *Intex Resources ASA*

⁴⁶ Vphl. § 3-2 (1)

⁴⁷ Rt-2012-629

til sannsynlighet vil være oppfylt når det er mer sannsynlig at den fornuftige investoren vil benytte opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning enn at han ikke vil gjøre det.

Et eksempel på en hendelse med kurspåvirkningspotensial er en forestående emisjon i et børsnotert selskap. Kurspåvirkningspotensialet vil regelmessig øke som følge av emisjonens relative størrelse i forhold til selskapet.⁴⁸

Kurspåvirkningspotensialets relativitet er et generelt poeng. Det kan tenkes kurspåvirkningspotensial også der det er lite sannsynlig at hendelsen inntreffer dersom opplysningen er tilstrekkelig kurssensitiv. På samme måte kan det være kurspåvirkningspotensial ved en lite kurssensitiv nyhet dersom det er høy sannsynlighet for at forholdet vil realiseres.

Fornuftig investor-testen skal baseres på en *ex ante*-vurdering, altså hvordan informasjonen fremsto for den fornuftige investor når den aktuelle handling ble foretatt. Det skal foretas en helhetsvurdering der man ser på helheten av utsteders tidligere aktivitet, informasjonskildens pålitelighet og andre markedsvariabler.⁴⁹

2.2 Virkeområde for vphl. §§ 5-2 og 5-3

Virkeområdet for informasjonsplikten og adgangen til utsatt offentliggjøring er angitt i vphl. § 5-1.

Det følger av vphl. § 5-1 at reglene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring gjelder for «utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked». Bestemmelsen innebærer at det kan oppstå informasjonsplikt og adgang

⁴⁸ OBS-2008-7 *Wega Mining ASA* punkt 6.1.1

⁴⁹ Kdir. 2003/124/EF fortalens punkt 1

til utsatt offentliggjøring allerede ved søknad om notering. Opptaksprosedyren ved Oslo Børs tar i normaltilfeller åtte uker, søknaden om børsnotering skal være mottatt av børsen senest 20 dager før det styremøtet hvor søknaden ønskes behandlet.⁵⁰ Dette viser at informasjonsplikts inntreden allerede ved søknad om notering kan få praktisk betydning. At virkeområdet for vphl. §§ 5-2 og 5-3 inntreffer allerede ved søknad om notering kan bli mer praktisk etter at Oslo Børs nå innfører en mer fleksibel noteringsprosedyre (såkalt Fast-track og Slow-track) der selskapene får større frihet til å bestemme når det endelige opptaket til handel skal skje.⁵¹

Det kan likevel stilles spørsmål ved hvor praktisk det ovennevnte er. For at det skal foreligge innsideinformasjon kreves det at informasjonen har et kurspåvirkningspotensiale.⁵² I perioden mellom søknad og endelig opptak til handel finnes det ingen kurs å påvirke og opplysninger i denne perioden vil således ikke være kursrelevante. Børsen har likevel lagt til grunn at informasjonsplikt kan oppstå i denne fasen, for eksempel i forhold til tegningsresultater ved kapitalforhøyelser. Informasjonshåndteringen i denne perioden vil kunne være relevant i avgjørelsen av om søknaden skal innvilges.⁵³

2.3 Hovedregel om informasjonsplikt

I dette avsnittet vil det bli gitt en innledende presentasjon av bestemmelsen om informasjonsplikt. I avsnitt 2.4 nedenfor vil jeg gi en tilsvarende presentasjon av regelen om utsatt offentliggjøring, mens jeg i avsnitt 3 nedenfor vil se på sammenhengen mellom bestemmelsene. I avsnitt 2.5 redegjøres det for reaksjonene ved regelbrudd.

⁵⁰ Opptaksreglene punkt 3.3 (1)

⁵¹ Ekeseth (2013)

⁵² Vphl. § 3-2 (1)

⁵³ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.3.1

2.3.1 Når inntretr informasjonsplikten?

Verdipapirhandelloven § 5-2 (1) nedfeller at innsideinformasjon skal offentliggjøres «uoppfordret og umiddelbart».

Oslo Børs har som utgangspunkt lagt til grunn at informasjonspliktig informasjon skal gis til markedet med en gang selskapet har mottatt eller er blitt klar over denne.⁵⁴ Utstederne innrømmes den tid det rimeligvis tar å skrive børsmeldingen.⁵⁵ I denne praktiseringen av fristen ligger en forutsetning om at utstederne har tilstrekkelig gode rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere sin informasjonsplikt overfor markedet når innsideinformasjonen oppstår.⁵⁶

Informasjonsplikten inntretr altså på det samme tidspunkt innsideinformasjonen oppstår. I og med implementeringen av MAD og det enhetlige innsideinformasjonsbegrep som legges til grunn der, har man gått bort fra det regimet som gjaldt i norsk rett forut for MAD, nemlig at det var et visst skille mellom innsideinformasjon som utløste blant annet forbud mot innsidehandel og innsideinformasjon som utløste informasjonsplikt.⁵⁷

2.3.2 Nærmere om informasjonspliktens innhold

De opplysninger utstederne har plikt til å informere om er opplysninger som utgjør innsideinformasjon og som «direkte angår utsteder».⁵⁸ Tilknytningskravet som ligger i formuleringen «direkte angår utsteder» behandles nærmere i avsnitt 3.1.1.

⁵⁴ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.5.1

⁵⁵ Bergo (2008) s. 109

⁵⁶ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.5.1

⁵⁷ Dette fulgte av børsloven av 2000 § 5-7 med nærmere regler i børsforskriften fra 1994 § 5-2 som krevde offentliggjøring av «opplysninger ... som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer».

⁵⁸ Vphl. § 5-2

Vphl. § 5-2 (2) oppstiller krav til hvordan informasjonen skal offentliggjøres ved en henvisning til vphl. § 5-12. Vphl. § 5-12 setter som krav at offentliggjøringen skal skje på en «effektiv og ikke-diskriminerende måte» og uten kostnad for eiere og potensielle eiere av de omsettelige verdipapirene samt i rimelig grad sikre tilgang til opplysningene i EØS-området.

At offentliggjøringen skal være «ikke-diskriminerende» innebærer at utsteder fritt skal kunne velge medium for offentliggjøringen og herunder at man ikke skal være bundet til å bruke et norsk medium.⁵⁹ Det kan likevel stilles krav til måten opplysningene offentliggjøres på.⁶⁰ Kravet til ikke-diskriminering må også innebære et krav om at de potensielle informasjonsmottakerne sikres lik tilgang til opplysninger som offentliggjøres. Dette samsvarer godt med en naturlig forståelse av begrepet «ikke-diskriminerende» og kravet om at offentliggjøring skal skje uten kostnad for eiere og potensielle eiere av de omsettelige verdipapirene.

Om kravene til offentliggjøring i vphl. § 5-12 er oppfylt må vurderes konkret. Ytterligere krav følger av vphl. § 5-2 (3) ved at offentliggjøringen ikke skal kombineres med markedsføring på en måte «som er egnet til å villed».

Opplysninger som offentliggjøres skal sendes til det regulerte marked for lagring. Dette skal skje samtidig som offentliggjøringen.⁶¹

2.4 Utsatt offentliggjøring

Adgangen til utsatt offentliggjøring er hjemlet i vphl. § 5-3. Bestemmelsen gir utstederne mulighet til å midlertidig utsette den informasjonsplikt som ellers påhviler dem.

⁵⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 328

⁶⁰ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 328

⁶¹ Vphl. § 5-12 (1) tredje punktum

Utsatt offentliggjøring har siden implementeringen av MAD blitt en stadig viktigere regel. I 2011 ble det gitt 246 meldinger underhånden om utsatt offentliggjøring og i 2012 (til og med oktober) var det gitt 241 slike meldinger.⁶²

Det er viktig å presisere at bestemmelsen i vphl. § 5-3 er en diskresjonær adgang til utsatt offentliggjøring og ikke fritar utsteder fra informasjonsplikten, det er kun tidspunktet for offentliggjøringen som utsettes. Adgangen til utsettelse av informasjonsplikten gjelder kun for en begrenset periode, altså så lenge vilkårene for utsatt offentliggjøring er til stede.⁶³

Utstederforetakene avgjør selv om de ønsker utsatt offentliggjøring, avgjørelsen er ikke underlagt noen form for saksbehandling eller godkjenning fra børsens side.⁶⁴

Finansdepartementet har kompetanse til å fastsette nærmere regler om utsatt offentliggjøring.⁶⁵ Forskriftskompetansen er benyttet til å innføre en meldeplikt til det regulerte marked der aksjene er notert ved utsettelse av offentliggjøring. Meldeplikten behandles nærmere i avsnitt 2.4.2.3.

Vilkårene for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon behandles nedenfor.

2.4.1 Utstедers legitime interesser

Hensynet bak adgangen til utsatt offentliggjøring er at selskapets behov for hemmelighold i visse tilfeller veier tyngre enn markedets behov for informasjon, altså et ønske om å beskytte selskapet og dets aksjonærer.⁶⁶ Det avgjørende kriterium for å utsette

⁶² Schultz (januar 2013) i faktaboksen «241 utsatte offentliggjøringer»

⁶³ Finanstilsynets høringsnotat 8.2.2

⁶⁴ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.1

⁶⁵ Vphl. § 5-3 (5)

⁶⁶ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3

offentliggjøring er derfor om utsteders «legitime interesser» kan skades ved offentliggjøring av innsideinformasjonen.

Verdipapirhandelloven § 5-3 angir i annet ledd to eksempler til belysning av uttrykket «legitime interesser». Eksempelene angir ikke uttømmende i hvilke situasjoner man kan utsette offentliggjøring, jfr. uttrykket «kan typisk relatere seg til». Eksempelene er inntatt i Kdir. 2003/124/EF art. 3 (1) litra a og b. Angivelsen av eksemplene i den norske bestemmelsen er dermed en implementering av direktivbestemmelsen.

Jeg vil i avsnitt 3.1.2.2 nedenfor belyse hva som ligger i begrepet «legitime interesser».

2.4.1.1 Forhandlingseksemplet

Det første eksemplet er angitt i vphl. § 5-3 (2) nr. 1 og gjelder situasjoner der utstederselskapet er i «pågående forhandlinger eller tilhørende omstendigheter» og der det underveis i forhandlingene oppstår innsideinformasjon. Et eksempel kan være forhandlinger om salg av aksjene i ett eller flere av utstederselskapets datterselskaper. I dette tilfellet kan innsideinformasjon oppstå på alle stadier av oppkjøpsprosessen, også dersom aksjesalget ikke blir gjennomført.⁶⁷ Utstederforetak må derfor i forhandlingssituasjoner fortløpende vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt samt gi melding til børsen dersom adgangen faktisk benyttes.

Dersom det under pågående forhandlinger oppstår en situasjon der offentliggjøring av innsideinformasjon vil påvirke resultatet eller den normale gjennomføring av forhandlingene, kan vilkåret om «legitime interesser» være oppfylt.

Vphl. § 5-3 (2) nr. 1 2. punktum legger videre til grunn at der utsteders finansielle situasjon er kritisk, kan offentliggjøring utsettes dersom:

⁶⁷ CESR/06-562b punkt 1.6

«offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon».

Vilkårene i eksemplet er kumulative⁶⁸ og er ment som en nærmere angivelse av de situasjoner der adgangen til utsatt offentliggjøring i pågående prosesser er særlig anvendelige.⁶⁹

I kravet om at den finansielle situasjonen skal være kritisk ligger ikke at den skal være så akutt at det er «besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent». Vi ser også at eksemplet i 2. punktum kun dekker forhandlinger som skal sikre den **langsiktige** finansielle situasjonen. Man er således ikke innenfor eksempelets ordlyd dersom det kun er foretatt generelle sonderinger overfor foretakets kreditorer med tanke på en kortsiktig løsning.⁷⁰

Kravet til å sikre den langsiktige finansielle situasjonen kan likevel ikke tolkes for bokstavelig, et kortsiktig kapitalbehov kan utvikle seg til en langsiktig situasjon dersom selskapet ikke får oppfylt sitt kapitalbehov. I en vanskelig økonomisk situasjon kan en melding om likviditetsproblemer i utstederselskapet medføre at situasjonen blir enda vanskeligere. Sannsynlige scenarier er at selskapets kredittilgang strupes av eksisterende og potensielle långivere eller at aksjekursen faller markant, slik at det blir enda vanskeligere å hente ny egenkapital i markedet og at refinansieringen kan bli umulig. Det er altså gode grunner for å tillate utsatt offentliggjøring i slike tilfeller.

Et eksempel på en situasjon som nevnt i avsnittet over er den situasjon gruveselskapet Northland Resources havnet i etter at selskapet offentliggjorde et kapitalbehov på 2,3

⁶⁸ Høringsnotat 2004 punkt 8.2.2

⁶⁹ Høringsnotat 2004 punkt 8.2.2

⁷⁰ Høringsnotat 2004 punkt 8.2.2

milliarder NOK (MUSD 425) den 24. januar 2013. Det var særlig et prosjekt i Finland som hadde blitt dyrere enn ventet. Senest 29. november 2012 meldte selskapet at prosjektet i Finland var i rute og at selskapet hadde tilstrekkelig kapital til å fullføre prosjektet etter planen. I tiden mellom de to meldingene hadde selskapet utsatt offentliggjøringen av kapitalbehovet, men en lekkasje førte til at selskapet måtte offentliggjøre før de selv ønsket.⁷¹ I etterkant av meldingen i januar har aksjekursen til aksjen notert på Oslo Børs falt 90 % og aksjeverdier for 2,7 milliarder NOK er borte.⁷²

2.4.1.2 Godkjennelseseksemplet

Det andre eksemplet som angis i bestemmelsen om utsatt offentliggjøring gjelder situasjoner der en beslutning eller kontrakt krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft. Vilkårene i dette eksemplet er også kumulative.⁷³ Det er antatt i Finanstilsynets høringsnotat at et alminnelig styreforbehold ikke vil være tilstrekkelig for å utsette offentliggjøring etter dette eksemplet. Kravet om styrets godkjennelse må følge av lov eller vedtekter. En annen løsning vil kunne føre til omgåelser av vilkåret ved at et alminnelig styreforbehold nedfelles hovedsaklig for å slippe offentliggjøring på det angjeldende tidspunkt.⁷⁴

Situasjoner der selskapet kan utsette etter dette eksempelet kan være dersom selskapets ledelse har forhandlet frem en avtale som det enten etter lov eller vedtekter ikke hører under selskapets daglige ledelse å inngå, men under selskapets styre. Dette kan enten følge av den ansvarsfordeling mellom styre og daglig leder som er nedfelt i allmennaksjeloven⁷⁵ eller som følge av signaturbestemmelser i vedtektene. Hvilke avtaler som omfattes av dette

⁷¹ Linderud (2013)

⁷² Schultz (mars 2013) i faktaboksen «Dette er saken»

⁷³ Høringsnotat 2004 punkt 8.2.2

⁷⁴ Høringsnotat 2005 punkt 3.3.3

⁷⁵ Se asal. §§ 6-13 og 6-14 der daglig leders kompetanse er negativt avgrenset ved formuleringen «omfatter ikke saker som etter selskapets forhold er av uvanlig art eller stor betydning» i asal. § 6-14 (2).

eksempel må vurderes konkret for hvert selskap, men et eksempel kan være inngåelse av en omfattende samarbeidsavtale.

For at det skal være i samsvar med selskapet legitime interesser å utsette offentliggjøring i disse situasjonene er det videre forutsatt i lovteksten at:

«offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet».

2.4.2 Forutsetninger for utsettelse

Adgangen til utsatt offentliggjøring er betinget av at visse vilkår er oppfylt, nemlig at allmennheten ikke kan villedes av utsettelsen og at opplysningene behandles konfidensielt.

2.4.2.1 Allmennheten må ikke villedes

Utgangspunktet er at dersom allmennheten blir villedet av utsettelsen, altså mangelen på informasjon, veier informasjonshensynet tyngre og innsideinformasjonen skal offentliggjøres.

En utsettelse vil i seg selv nødvendigvis villedde markedet på en eller annen måte. Meningen må derfor være at det må foreligge en kvalifisert form for villedelse for at villedelsen skal forhindre utsatt offentliggjøring.⁷⁶ Et eksempel på at vilkåret ikke er oppfylt er at utstederselskaper som utgangspunkt ikke kan utsette offentliggjøringen av en del av opplysningene dersom dette samlet sett medfører at meldingen blir villedende. Et annet eksempel er der selskapet har gitt markedet berettigede forventninger om at visse hendelser vil inntre i fremtiden, men på grunn av senere endringer blir denne informasjonen uriktig. I

⁷⁶ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4 med videre henvisninger

en slik situasjon vil det i følge Oslo Børs ikke være adgang til å utsette offentliggjøring, da utsettelsen vil være villende for markedet.⁷⁷

2.4.2.2 Konfidensialitet

En ytterligere betingelse for utsatt offentliggjøring er at opplysningene behandles konfidensielt. Dersom opplysningene ikke behandles konfidensielt vil man få en situasjon med informasjonsskjevhet i markedet.

Det nærmere innhold i at opplysningene skal behandles konfidensielt er gitt i vphl. § 3-4 som stiller krav om taushetsplikt for den som har innsideinformasjon ved at han ikke kan gi slike opplysninger til uvedkommende og at han må utvise «tilbørlig aktsomhet» i behandlingen av innsideinformasjonen slik at denne ikke kommer i «uvedkommendes besittelse eller misbrukes».

At taushetsplikten er avgrenset mot videreformidling til «uvedkommende» innebærer at taushetsplikten ikke hindrer informasjonsutveksling med personer med et begrunnet behov for opplysningene.⁷⁸ Hovedregelen er at innsideinformasjon kan gis videre til andre i «den mon dette er nødvendig for ivaretagelsen av den funksjon som innsideren har og som har gjort at han har fått tilgang til informasjonen».⁷⁹

Plikten til å utvise «tilbørlig aktsomhet» i behandlingen av innsideinformasjon skal sees på som en aktivitetsplikt for å hindre spredning av innsideinformasjon til uvedkommende og en oppfordring til markedsaktørene om å ha et bevisst forhold til informasjonens sensitivitet.⁸⁰

⁷⁷ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4

⁷⁸ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 35

⁷⁹ Rt-2012-761

⁸⁰ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 36

Dersom utsteder ønsker å utsette offentliggjøring inntre det en plikt til listeføring etter vphl. § 3-5. Listen skal vise de personer som er gitt tilgang til innsideinformasjon og skal inneholde «opplysninger om identiteten til personene ... , dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personen» samt årsaken til at personene står på listen og dato for nedtegning og endring av listen.

Dersom utstederselskapet likevel har grunn til å tro at innsideinformasjon er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, påhviler det utsteder en plikt til «uoppfordret og umiddelbart» å offentliggjøre innsideinformasjon.⁸¹

Dersom det er oppstått eller er i ferd med å oppstå en lekkasje har selskapet ikke anledning til å fortsette utsettelsen av offentliggjøringen. Dette gjelder uavhengig av omfanget av lekkasjen.⁸²

2.4.2.3 Meldeplikt til børsen

Dersom adgangen til utsatt offentliggjøring benyttes, skal utsteder «uoppfordret og umiddelbart» gi melding om utsettelsen til vedkommende regulerte marked samt bakgrunnen for utsettelsen.⁸³

Meldingsplikten er ikke et krav etter MAD. I direktivet heter det at medlemsstatene «kan kræve» at utstederne skal melde fra til kompetent myndighet om beslutningen om å utsette offentliggjøring.⁸⁴

⁸¹ Vphl. § 5-3 (3)

⁸² Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.5

⁸³ Verdipapirforskriften § 5-1 og Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 (3)

⁸⁴ MAD art. 6 (2) 2. punktum

Meldeplikten synes å være innført i Norge etter ønske fra Oslo Børs. Børsen ønsket et meldingskrav ved utsatt offentliggjøring for å lette markedsovervåkingen.⁸⁵ Det er ikke innført krav til melding ved utsatt offentliggjøring i Sverige og Danmark.

Det stilles ikke formkrav til meldingen, verken i loven, verdipapirforskriften eller Oslo Børs' Løpende forpliktelser. I praksis gis slike meldinger ofte muntlig. Notoriteten ivaretas ved at børsen tar opp samtalene.

2.4.3 Tilsyn med om vilkårene for utsatt offentliggjøring er til stede

Som nevnt ovenfor ligger kompetansen til å beslutte utsatt offentliggjøring alene hos utsteder, et eventuelt tilsyn med om vilkårene for utsettelse er til stede skjer først dersom det i etterkant oppstår mistanke om regelbrudd.

I en normalsituasjon der selskapet følger de regler som gjelder for utsettelsesperioden, vil børsen neppe prøve om vilkårene var oppfylt på tidspunktet for utsettelsen. Dette vises blant annet ved en uttalelse i OBS-2008-1 *Global Geo Services ASA* i vurderingen av om selskapets legitime interesser ville skades ved offentliggjøring:

«Børsen har ikke grunnlag for å overprøve selskapets vurderinger på dette punkt. Det legges således til grunn at selskapet hadde legitime interesser i å utsette offentliggjøring».

Uttalelsen viser at børsen ikke drøftet om vilkåret om «legitime interesser» var oppfylt. Saken gjaldt blant annet brudd på plikten til umiddelbar offentliggjøring etter en lekkasje.⁸⁶

⁸⁵ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.2

⁸⁶ Jfr. vphl. § 5-3 (4)

2.5 Reaksjoner og virkemidler ved regelbrudd

Ved brudd på reglene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring kan børsen og Finanstilsynet iverksette forskjellige reaksjoner, slik beskrevet nedenfor. Overtredelsene vil bli vurdert slik situasjonen fremsto for selskapet på det tidspunktet informasjonsplikten oppsto, altså en *ex ante*-vurdering.

Det er styret i Oslo Børs ASA, børsstyret, som avgjør sankssjonsakene i første instans. Det er klagemulighet til Børsklagenemnden.⁸⁷ Børsklagenemnden er et forvaltningsorgan oppnevnt av Finansdepartementet i medhold av børsloven § 41.

Oslo Børs er fra og med 2001 organisert som et allmennaksjeselskap og ikke som en selveiende stiftelse.⁸⁸ Av dette må følge en forutsetning om at selskapet arbeider for å maksimere sin profitt ved å tilby børsvirksomhet i konkurranse med andre (europeiske) børser. Et problem som kunne tenkes å oppstå i forbindelse med børsens reaksjonspraksis og ønsket om maksimert profitt er at børsen behandler selskapene «lettere» for å ikke irritere sine kunder, altså utstederforetakene. På den annen side er børsen også tilsynsmyndighet for utøvelsen av reglene gitt i vphl. §§ 5-2 og 5-3.⁸⁹ Vi ser at disse sidene av Oslo Børs' virksomhet kan utgjøre motstridende interesser og det kan i alle fall teoretisk tenkes at ønsket om profittmaksimering overskygger rollen som tilsynsmyndighet.⁹⁰

På den annen side er børsen i et langsiktig perspektiv avhengig av at aktørene i markedet har tillit til børsen. En mer lempelig behandling av regelbrudd kan således over tid virke negativt for børsen, også økonomisk. Det må antas at dette langsiktige perspektiv for

⁸⁷ Børsforskriften § 35

⁸⁸ Forskrift av 30. mars 2001 nr. 323 om omdannelse av Oslo Børs

⁸⁹ Verdipapirforskriften § 13-1

⁹⁰ Problemstillingen bygger på samtale med representanter fra Oslo Børs' markedsovervåkningsavdeling, Borchgrevink og Woxholt (2013).

børsen medfører at tilsynsrollen i praksis gis forrang fremfor børsens kortsiktige økonomiske interesser.

Ovennevnte dilemma tilsier etter mitt syn likevel at man bør vurdere om Finanstilsynet skal gis eksklusiv kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene i vphl. §§ 5-2 og 5-3. Finanstilsynet har det overordnede tilsyn med børsen og kan be Finansdepartementet om å få slik eksklusiv kompetanse dersom de er av den oppfatning at børsens økonomiske interesser og tilsyn med markedsovervåkning skaper problemer.

2.5.1 Overtredelsesgebyr og kritikk

Ved brudd på reglene i vphl. §§ 5-2 og 5-3 kan utsteder ilegges et overtredelsesgebyr, forutsatt at selskapet har utvist skyld i form av uaktsomhet eller forsett.⁹¹

Kompetansen til å ilegge overtredelsesgebyr er etter loven lagt til Finanstilsynet, men er delegert til det regulerte markedet der aksjen er notert i medhold av bestemmelsene i vphl. §§ 15-1 (2) og 17-4 (3) 3. punktum.⁹² Forskriftsbestemmelsen angir at tilsynet skal «utøves» av regulert marked, men lovbestemmelsene angir at det er tale om delegasjon av tilsynet og kompetansen til å ilegge overtredelsesgebyr. Det er uklart om dette innebærer at kompetansen er eksklusivt plassert hos børsen eller om Finanstilsynet skal beholde sin kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr. Etter min oppfatning må lovens formulering være avgjørende. Dette innebærer at Finanstilsynet også har kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr.

Det har blitt ilagt overtredelsesgebyrer i en rekke saker vedrørende brudd på reglene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring.

⁹¹ Vphl. § 17-4 (3)

⁹² Se verdipapirforskriften § 13-1

Ved mindre alvorlige overtredelser kan børsen nøye seg med kun å kritisere selskapets informasjonshåndtering. Det kan ikke sees at det foreligger et eget hjemmelsgrunnlag for å gi slik kritikk, men en «fra det mer til det mindre-tolkning» tilsier at børsen må ha anledning til å nøye seg med å kritisere. Dersom børsen har kompetanse til å ilegge et overtredelsesgebyr, må den også ha kompetanse til det mindre, nemlig å kritisere. I alle fall må kritikk av selskapenes informasjonshåndtering anses som ytringer børsstyret kan fremme i medhold av ytringsfriheten.

2.5.2 Børspause, suspensjon og særlig observasjon

Børspause, særlig observasjon og suspensjon er ikke ment som sanksjoner mot selskapets informasjonshåndtering, men som virkemidler i markedsovervåkningen.

Børsen kan med hjemmel i Løpende forpliktelser punkt 14.2 innføre børspause dersom det foreligger «mistanke om ulik informasjon i markedet». Der utstederforetakene ikke overholder sin informasjonsplikt eller det forekommer lekkasjer i utsettelsesperioden kan børspause være et aktuelt virkemiddel for å forhindre handel med aksjer der aktørene har ulik informasjon.

Børspausen innebærer at den automatiske slutningen mellom kjøps- og salgsordre i en aksje opphører. Dette forhindrer at automatisk handel gjennomføres direkte gjennom handelssystemet, men i stedet må utføres manuelt over telefon med motpart. Børspausene er normalt korte.⁹³

Suspensjon er hjemlet i børsloven § 25 (1) og Løpende forpliktelser punkt 14.3. Børsen har adgang til å suspendere finansielle instrumenter dersom de ikke lenger «tilfredsstiller børsens vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det». Finanstilsynet kan

⁹³ Børsens hjemmesider. Virkemidler.

beslutte at børsen skal suspendere et selskaps finansielle instrumenter.⁹⁴ Suspensjon er et kraftig virkemiddel som innebærer at verdipapiret ikke kan handles i handelssystemet, ordre vil slettes og markedet underrettes.⁹⁵

Særlig observasjon er hjemlet i Løpende forpliktelser punkt 14.4 og kan benyttes der «forhold knyttet til selskapets aksjer gjør kursfastsettelsen særlig usikker». Vilåret viser at særlig observasjon vil være et egnet virkemiddel der det er usikkerhet rundt hvorvidt et utstederforetak har overholdt sin informasjonsplikt. Ved særlig observasjon påvirkes ikke selve handelen, men gir informasjon til markedsaktørene om at det foreligger usikkerhet knyttet til verdipapiret. Særlig observasjon avsluttes normalt i løpet av noen få handelsdager.⁹⁶

3 Forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen

Oppgavens hovedtema er forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen, slik jeg skisserte i innledningsavsnittet.

3.1 Hvordan skal informasjonsplikten og vilkårene for utsatt offentliggjøring forstås i forhold til hverandre?

I dette avsnittet skal jeg se nærmere på om de relevante rettskilder sier noe om hvordan plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon skal forstås og hvordan vilkårene for å utsette offentliggjøring skal forstås.

⁹⁴ Børsloven § 25 (3) og Løpende forpliktelser punkt 14.3 (3)

⁹⁵ Børsens hjemmesider. Virkemidler

⁹⁶ Børsens hjemmesider. Virkemidler

3.1.1 Nærmere om informasjonsplikten

Bestemmelsen i vphl. § 5-2 (1) angir at «utsteder **skal** ... offentliggjøre innsideinformasjon» (min utheving). Informasjonsplikten må dermed forstås som en absolutt plikt.⁹⁷

Utsettelsesadgangen gir utstederforetakene en mulighet for midlertidig utsettelse av offentliggjøringen. Dette innebærer at dersom det er oppstått innsideinformasjon som «*direkte angår utsteder*» skal selskapet informere markedet om dette, før eller senere, med mindre innsideinformasjonen i utsettelsesperioden mister sin karakter av innsideinformasjon. Plikten til å informere markedet om innsideinformasjon **løpende** er altså ikke absolutt, men plikten til å informere er absolutt.

Tidspunktet for informasjonsplikten inntreden reguleres av formuleringen om at innsideinformasjon skal offentliggjøres «uoppfordret og umiddelbart». Bestemmelsens ordlyd gir utstederne en kort tidsfrist dersom kravet til «uoppfordret og umiddelbart» skal overholdes. Dette indikerer en streng håndtering av informasjonsplikten.

Denne forståelse støttes også av de hensyn som begrunner informasjonsplikten. Hensynet til riktig kursfastsettelse for noterte aksjer taler for at informasjonsplikten må inntre på et tidlig tidspunkt. Dette fordi informasjonstilgang er avgjørende for kursfastsettelsen, i samsvar med «Efficient Capital Market Hypothesis», slik redegjort for i punkt 1.4. Børsklagenemnden har også lagt til grunn at dette hensynet tilsier «en streng informasjonsplikt».⁹⁸ Målet om å forhindre ulovlig innsidehandel taler også for at informasjonsplikten skal inntre på et tidlig tidspunkt.⁹⁹

⁹⁷ Denne forståelsen legges også til grunn i Høringsnotat 2004 punkt 8.3.2

⁹⁸ Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 *Intex Resources ASA* punkt 9.2

⁹⁹ Myklebust (2011) s. 304

Forståelsen av begrepet «direkte angår utsteder» reflekterer hvilken innsideinformasjon som må anses som informasjonspliktig og er dermed relevant for forståelsen av informasjonsplikten.

Kriteriet «direkte angår utsteder» har sitt kjerneområde for de forhold som oppstår som en følge av utstederselskapets egen aktivitet. Men også andre forhold som har en konkret og spesiell betydning for utsteder kan anses for å direkte angå denne. Kriteriet må avgrenses mot forhold som har betydning for en hel bransje.¹⁰⁰ Det kan teoretisk tenkes at forhold som har betydning for en hel bransje også kan utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon, eksempelvis dersom dette generelle forholdet påvirker utstederen mer eller mindre enn de øvrige bransjeaktørene.

Også opplysninger utenfor det børsnoterte selskapet kan oppfylle tilknytningskravet. Eksempler kan være forhold i utstederselskapets datterselskaper eller der utstederselskapet og et annet selskap konkurrerer om en konsesjon og konsesjonen tildeles det andre selskapet.¹⁰¹

Den nærmere vurderingen av hva som «direkte angår utsteder» må gjøres konkret.¹⁰² Vurderingen må formodentlig bygge på opplysningenes nærhet til utsteder og opplysningenes potensiale til å påvirke aksjekursen. Dette samsvarer med forståelsen av lovens formål om «effektiv» handel i verdipapirer, effektiviteten oppnås dersom markedskursen samsvarer med verdipapirets realøkonomiske verdi.

Innsideinformasjon som «direkte angår utsteder» kan som nevnt også være forhold utenfor selskapet. Dette aspekt av tilknytningskravet kan likevel ikke medføre en strengere tolkning av informasjonsplikten enn det som allerede følger av definisjonen av

¹⁰⁰ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.6

¹⁰¹ Høringsnotat 2005 punkt 3.2.2.3

¹⁰² Høringsnotat 2005 punkt 3.2.2.3

innsideinformasjon. Definisjonen av innsideinformasjonen krever kun at det foreligger «presise opplysninger» med kurspåvirkningspotensial som ikke er allment kjent eller offentlig tilgjengelig og begrepet «presise opplysninger» er ikke avgrenset mot selskapsinterne forhold.

Børspraksis er også relevant for å fastslå når informasjonsplikten inntreffer. Saken OBS-2011-1 *Sevan Marine ASA* gir et praktisk eksempel på når innsideinformasjon oppstår og dermed også når informasjonsplikten inntreffer.

I saken var spørsmålet om *Sevan Marine ASA* («Sevan») hadde opptrådt i strid med informasjonsplikten ved å unnlate å offentliggjøre innsideinformasjon rettidig.

Den 17. september 2010 publiserte *Sevan* en børsmelding vedrørende problemer med en av selskapets breenheter. Feilen hadde medført stans i boreaktiviteten fra 25. august. Stansen i boreaktiviteten medførte at breenheten ikke genererte inntekter i reparasjonsperioden. Den 27. september ble det meldt at feilen var reparert og at enheten var tilbake i drift.

Børsen fant at det allerede den 25. august 2010 forelå innsideinformasjon. *Sevan* hadde på dette tidspunktet besluttet å stanse boreoperasjonen og heve stigerøret for en nærmere inspeksjon av feilen. På dette tidspunktet var kravet til «presise opplysninger» oppfylt ved at man visste at man måtte stanse boreoperasjonen midlertidig. Det var ikke avgjørende for opplysningenes presisjonsnivå at de på dette tidspunktet var ufullstendige. Kravet om at opplysningene skulle være «egnet til å påvirke kursen ... merkbart» var også oppfylt, særlig ved at *Sevan* hadde et inntektstap på USD 446 000 per dag ved driftsstansen. Saken viser at det er uten betydning for informasjonsplikten at man ikke kjente omfanget av driftsstansen og at opplysningene av denne grunn var ufullstendige.

Gjennomgangen av rettskildene viser at informasjonsplikten er forutsatt å inntre på et tidlig tidspunkt. Dette fremkommer både ved lesning av lovteksten og ved tolkning med støtte i bestemmelsens hensyn samt ved eksemplifisering gjennom børspraksis. Ved at

informasjonsplikten er knyttet til inntreden av innsideinformasjon følger det også av den lave terskel for innsideinformasjon som gjelder i norsk rett at informasjonsplikten må inntre på et tidlig tidspunkt.

3.1.2 Nærmere om utsettelsesadgangen

Jeg vil i dette avsnittet vise hvorledes utsettelsesadgangen skal forstås gjennom generelle uttalelser og tolkning av de enkelte vilkår i bestemmelsen.

3.1.2.1 Generelle uttalelser om utsettelsesadgangen

Det er gitt flere helt generelle uttalelser om hvor vid adgangen til utsatt offentliggjøring skal være. Uttalelsene er gitt i forskjellige kilder med varierende rettskildevikt.

Kredittilsynet legger til grunn i sitt høringsnotat fra 2005 at adgangen til utsatt offentliggjøring vil være «relativt snever».¹⁰³ Som støtte for dette vises det til de eksempler på «legitime interesser» som er angitt i MAD.

Denne snevre adgangen synes også å legges til grunn i fortalen til MAD der adgangen til å utsette offentliggjøring er omtalt på følgende måte:

*«In order to protect the legitimate interests of issuers, it should be permissible, in closely defined specific circumstances, to delay disclosure of inside information».*¹⁰⁴

Ved bruken av uttrykket «in closely defined specific circumstances» synes adgangen til å utsette offentliggjøring å være nokså snever.¹⁰⁵

¹⁰³ Høringsnotat 2005 punkt 3.3.3

¹⁰⁴ MAD fortalens punkt 28

¹⁰⁵ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 49

I en artikkel fra 2009 legger Jesper Lau Hansen og David Moalem også til grunn at utsettelsesadgangen skal være snever og begrenset til situasjoner der offentliggjøring kan «seriously damage the issuer».¹⁰⁶

Også i praksis fra børsens overtredelsessaker legges det til grunn at adgangen til å utsette offentliggjøring skal være snever. I OBS-2011-1 *Sevan Marine ASA* uttales det direkte og på generelt grunnlag at:

*«selskapene er på nærmere angitte vilkår gitt en **snever** mulighet til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon»*¹⁰⁷ (min utheving).

Riktignok var det ikke ett spørsmål i saken om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt. Dette fordi situasjonen fremsto slik at børsen ikke kunne se at selskapet selv hadde vurdert om vilkårene var oppfylt, og det var uansett ikke gitt melding til Oslo Børs om en eventuell utsettelse. Dette kan likevel ikke svekke uttalelsens vekt i særlig grad, da uttalelsen er gitt en generell utforming.

I en annen sak, OB-2008-32 *Norske Skogindustrier ASA*, uttales det at det:

«generelt sett ikke [vil] være adgang til [å] utsette offentliggjøringen i påvente av at et styremøte avsluttes».¹⁰⁸

Saken gjaldt kostnadsoverskridelser i et prosjekt der styret fikk informasjon om kostnadsoverskridelsen i børsens åpningstid samme dag som forholdet ble meldt til markedet (børsmeldingen ble gitt kl. 20.57). Den siterte uttalelsen ble gitt i forbindelse med

¹⁰⁶ Lau Hansen (2009) s. 332

¹⁰⁷ OBS-2011-1 *Sevan Marine ASA* punkt 6

¹⁰⁸ OB-2008-32 *Norske Skogindustrier ASA* under punktet «Utsatt offentliggjøring»

situasjoner der selskapet har kontroll over opplysningene eller opplysningene er knyttet til forventede hendelser og illustrerer både hvilke interesser som kan anses som «legitime» og hvor rask offentliggjøring må være for å være innenfor lovens krav om «umiddelbar» offentliggjøring.

Uttalelsene i sakene over viser eksempler på at børsen har lagt til grunn en snever adgang til utsatt offentliggjøring i de saker som er undersøkt.

Slik jeg viste i avsnitt 2.4.3 vil børsen som regel ikke prøve om vilkårene for utsatt offentliggjøring er til stede så lenge selskapet overholder meldeplikten og ivaretar konfidensialiteten i utsettelsesperioden. Som jeg viste til i avsnitt 2.4 ble det gitt 246 meldinger om utsatt offentliggjøring i 2011.¹⁰⁹ Dette tilsvarer i underkant av en melding hver handelsdag.¹¹⁰ Denne statistikken kan indikere at utstederne ikke praktiserer en «snever» adgang til utsatt offentliggjøring.

Dersom utsatt offentliggjøring skal fungere i samsvar med intensjonen er man avhengig av at utstederne kjenner intensjonen med lovregelen og har vilje til å følge denne ved praktiseringen av regelverket.

3.1.2.2 «legitime interesser»

I dette avsnittet vil jeg se nærmere på vilkåret om at selskapets «legitime interesser» må skades ved offentliggjøring for å belyse hvor vid adgangen til utsatt offentliggjøring skal være. Som foran nevnt fremgår dette vilkår av vphl. § 5-3 (1).

¹⁰⁹ Schultz (januar 2013) i faktaboksen «241 utsatt offentliggjøringer»

¹¹⁰ Det er mellom 250 og 260 handelsdager på Oslo Børs hvert år.

Begrepet «legitime interesser» indikerer at ikke enhver omstendighet er tilstrekkelig til å begrunne utsatt offentliggjøring. Det er dog uklart hvor den nedre grense for «legitime interesser» må trekkes.

Det kan være vanskelig å fastslå det språklige meningsinnholdet av begrepet «legitime interesser». I den danske gjennomføringen av MAD har man brukt formuleringen «berettigede interesser».¹¹¹ En annen måte å uttrykke dette på er at det må foreligge rettmessige grunner for å beslutte utsettelse.

Verdipapirhandelloven § 5-3 (5) gir forskriftskompetanse på dette feltet til Finansdepartementet. Departementet har gitt bestemmelser i forskrift, men har unnlatt å innta ytterligere eksempler på hva som utgjør «legitime interesser» i lovens forstand. Det ble i Finanstilsynets høringsnotat fra 2005¹¹² diskutert om det skulle inntas ytterligere eksempler i forskriftsform. Tilsynet konkluderte med at det ikke burde gis flere eksempler av hensyn til utviklingen av begrepet på europeisk nivå.

Oslo Børs har i et børssirkulære lagt til grunn at det i vurderingen av om vilkåret om selskapets «legitime interesser» vil skades ved offentliggjøring skal foretas en avveining av markedets behov for informasjon og selskapets behov for hemmelighold og at det skal være en klar overvekt til fordel for selskapets behov før informasjonsplikten kan utsettes.¹¹³

I børssirkulæret vises det til Kredittilsynets høringsnotat fra 2005 der denne avveiningen også omtales. Kredittilsynet legger til grunn at det må foreligge en «kvalifisert interesseovervekt i foretakets favør» og at denne formuleringen skal forstås slik at «foretakets behov for konfidensialitet må veie klart tyngre enn markedets behov for informasjon».

¹¹¹ Værdipapirhandelsloven § 27 stk. 6

¹¹² Høringsnotat 2005 punkt 3.3.3

¹¹³ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3

Verken børsen eller Kredittilsynet fastslår nærmere hva som ligger i formuleringene om «klar overvekt» eller «kvalifisert interesseovervekt». Formuleringene kommer ikke til uttrykk i lovbestemmelsen om utsatt offentliggjøring, men må anses som et forsøk på å klarlegge meningsinnholdet i avveiningen mellom markedets og selskapets behov og dermed også hva som ligger i begrepet «legitime interesser».

En språklig forståelse av formuleringene tilsier at selskapets behov for hemmelighold må fremstå som vesentlig mer tungtveiende enn markedets behov for informasjon for at det skal foreligge en «legitim interesse» i å utsette offentliggjøringen.

Dersom man ser på hvilke typer interesser som kan utgjøre «legitime interesser» må i alle fall de rene økonomiske interesser omfattes – dersom selskapet vil tape penger på å offentliggjøre innsideinformasjonen umiddelbart etter at den oppstår, er dette en interesse som det kan være legitimt å ivareta ved å utsette offentliggjøringen. Antagelig vil også tap av anseelse og andre interesser som kan medføre indirekte økonomiske tap være tilstrekkelig til å oppfylle kravet til «legitime interesser». Dette kan dog ikke forstås slik at det er anledning til å utsette offentliggjøringen av en dårlig nyhet fordi man ønsker å offentliggjøre den sammen med en god nyhet for å redusere potensielt kursfall. Begrepet «legitime interesser» må videre avgrenses mot tredjepersoners interesser, dette vises ved at lovteksten angir at utsatt offentliggjøring kan benyttes «for ikke å skade **sine** legitime interesser» (min utheving). Et eksempel på dette kan være dersom utstederselskapets daglige leder har gjort seg skyldig i kriminalitet som ikke berører selskapet selv, men innebærer at daglig leder må trekke seg fra sin stilling – daglig leders ønske om diskresjon rundt forholdet er ikke tilstrekkelig tungtveiende til at selskapet kan unnlate å opplyse at daglig leder forlater sin stilling.

Ytterligere må det være et minstekrav til vilkåret om at offentliggjøring kan skade utsteders «legitime interesser» at det må foreligge en fare for at utstederselskapet vil bli skadelidende ved offentliggjøringen, altså et krav til en viss sannsynlighet for at selskapet vil lide skade ved offentliggjøringen. Det fremkommer ikke av lovteksten at det gjelder et slikt

sannsynlighetskrav, men det følger logisk av den vurdering utstederselskapet må foreta før beslutningen om utsettelse fattes. Dersom skaden allerede er inntruffet vil det ikke være noe å tjene på å utsette offentliggjøringen og dersom selskapet vurderer at det ikke er fare for at utsteders legitime interesser vil lide skade ved offentliggjøringen vil ikke vilkåret være oppfylt. Et sannsynlighetskrav følger også av ordene «må forventes» i vphl. § 5-3 (2) nr. 1.

Antagelig kan ikke hvilken som helst sannsynlighetsgrad for at et forhold vil inntreffe være tilstrekkelig for å tilfredstille kravet til «fare». Det må antagelig foreligge en viss kvalifisert fare for at selskapets legitime interesser vil lide skade før selskapene rettmessig kan utsette offentliggjøring. Dette må følge av den interesseavveining som ligger i bestemmelsene om løpende informasjonsplikt – selskapets behov for hemmelighold skal være klart større enn markedets behov for informasjon. Dersom faren for skade er helt perifer må markedets behov for informasjon veie tyngre enn selskapets behov for hemmelighold.

En innvending mot den tolkning jeg har foretatt ovenfor kan være at det å foreta en avveining mellom selskapets behov og markedets behov er en øvelse som er vanskelig å foreta i praksis. Både behovene for hemmelighold og informasjon er ideelle, og ikke reelle, størrelser som vanskelig kan måles. Etter min oppfatning er det likevel relevant å se hen til denne avveiningen som et moment i avgjørelsen av hvilke interesser som kan anses «legitime».

Begrepet «legitime interesser» må etter dette forstås slik at det gjelder kvalifiserte krav til hvilke interesser som kan anses som «legitime» og hvilken sannsynlighet som kreves for at selskapet vil lide skade. Det foreligger få uttalelser i de rettskilder jeg har undersøkt om hvor den nedre grensen for vilkåret om «legitime interesser» skal trekkes. Grensen må derfor trekkes konkret i hver sak etter en vurdering av om selskapets behov for hemmelighold er vesentlig mer tungtveiende enn markedets behov for informasjon.

3.1.2.3 Vilåret om ikke-villedelse

Slik jeg var inne på i avsnitt 2.4.2.1 kan det hevdes at enhver utsettelse av offentliggjøring i utgangspunktet vil villedde markedet. CESR har uttalt at det ikke deler dette synet, etter komiteens oppfatning er ikke enhver utsettelse nødvendigvis villedende. Standpunktet begrunnes kun med at dersom enhver utsettelse vil villedde markedet hadde ikke vilåret vært inntatt i direktivteksten.¹¹⁴

Børsen har lagt til grunn at villedelsen må være kvalifisert.¹¹⁵ Knut Bergo legger til grunn at vilåret antagelig må praktiseres restriktivt og «kanskje forbeholdt for de tilfeller der det aktuelle «offentlige informasjonsbilde» i markedet indikerer at situasjonen er «stikk motsatt» eller i alle fall temmelig forskjellig fra den de utsatte opplysningene indikerer».¹¹⁶ I Finanstilsynets høringsnotat fra 2005 synes det også å være lagt til grunn at vilåret om ikke-villedelse skal forstås slik at det gjelder et krav om en kvalifisert villedelse før utsettelsesadgangen er avskåret. Dette vises ved at tilsynet mener at vilåret om ikke-villedelse må knyttes opp mot en avveining av selskapets behov for hemmelighold og de mulige skadevirkningene av en utsettelse for markedet. Finanstilsynet viser som et eksempel til at en utsettelse kan anses som villedende dersom den fører til en «vesentlig feilprising av selskapets aksjer». Finanstilsynet trekker frem som et annet moment om utstederen selv har bidratt til villedelsen.¹¹⁷ Norske rettskilder synes etter dette ikke å støtte CESRs synspunkt, det legges til grunn at enhver utsettelse nødvendigvis vil være villedende og at det derfor må en kvalifisert villedelse til før utsettelsesadgangen avskjæres.

Utstederselskapene må også ha adgang til å utsette offentliggjøring av deler av innsideinformasjonen. I slike situasjoner må det antas at vilåret om at allmennheten ikke skal villedes av utsettelsen må tolkes mer restriktivt enn i situasjoner med fullstendig

¹¹⁴ CESR/06-562b punkt 2.12

¹¹⁵ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4 med videre henvisninger

¹¹⁶ Bergo (2008) s. 104

¹¹⁷ Høringsnotat 2005 punkt 3.3.2

utsettelse. Adgangen til utsettelse må altså anses enda snevrere i slike situasjoner enn dersom selskapet ønsker en fullstendig utsettelse av den foreliggende innsideinformasjonen.

Slik jeg oppfatter rettskildene må disse, i alle for norsk retts vedkommende, tale for at en utsettelse må fremstå som kvalifisert villedende før utsettelsesadgangen avskjæres. Dette fordi enhver utsettelse har potensial til å skape en forskjell mellom en aksjes markedskurs og dens realøkonomiske verdi og således være villedende. Dersom vilkåret tolkes etter sin språklige forståelse vil utsettelsesadgangen uthules. Rettskildevekten av CESRs standpunkt svekkes av at standpunktet i liten grad begrunnes.

Ovennevnte forståelse av vilkåret synes å gi en videre adgang til utsatt offentliggjøring enn den generelle uttalelsen om at adgangen skal være «snever» ved at villedelsen må være kvalifisert før utsettelsesadgangen avskjæres.

3.1.2.4 Øvrige vilkår

Det stilles også krav til utsteder under perioden for offentliggjøring, nemlig at opplysningene holdes konfidensielle samt at utsteder er pålagt en plikt til umiddelbar offentliggjøring ved lekkasje eller fare for lekkasje.¹¹⁸ Disse pliktene i utsettelsesperioden viser at regelverket kun tillater at selskapets behov for hemmelighold gis forrang foran markedets behov for informasjon på visse vilkår.

3.1.3 Oppsummering

De rettskilder og den tolkning jeg foretok av informasjonsplikten viser at denne skal forstås som en streng plikt. Dette synspunktet begrunnes både i en tolkning av bestemmelsen og ved å vise til børspraksis vedrørende tidspunktet for når innsideinformasjon oppstår.

¹¹⁸ Vphl. § 5-3 (1) og (4)

Rettskildene viser at adgangen til utsatt offentliggjøring skal være snever og forbeholdt tilfeller der selskapets behov for hemmelighold er klart større enn markedets behov for informasjon. Dette synes å være entydig lagt til grunn i både norske og europeiske kilder. Denne forståelsen er også lagt til grunn i børsens praksis.¹¹⁹ At utsettelsesadgangen skal være forbeholdt relativt få situasjoner må også sies å følge indirekte av børsens praksis i overtredelsessaker.¹²⁰

De enkelte vilkår for utsatt offentliggjøring trekker i ulike retninger. Vilkåret om «legitime interesser» må anses som hovedvilkåret i bestemmelsen om utsatt offentliggjøring. Den analyse jeg foretok av vilkåret viste at det kreves både en viss kvalifisert interesse og at det måtte være en viss sannsynlighet for at skaden ville inntreffe for at vilkåret skal være oppfylt. Dette taler for en **snevrere** adgang til utsatt offentliggjøring.

På den annen side trekker vilkåret om ikke-villedelse i retning av en **videre** adgang til utsatt offentliggjøring. Dette kan likevel ikke tillegges avgjørende vekt ved vurderingen av hvorledes utsettelsesadgangen skal forstås. Tolkningen av hovedvilkåret og de generelle uttalelsene om at utsettelsesadgangen skal være snever må innebære at adgangen til utsatt offentliggjøring er forutsatt å være nettopp det.

Gjennomgangen foran har vist at det er informasjonsplikten som er forutsatt å være den prinsipale bestemmelse ved offentliggjøring av innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven. Dette vises ved at adgangen til utsettelse er snever og at det dermed skal særlige omstendigheter til før utstederforetakene kan benytte seg av adgangen til å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon. Dette gir utsettelsesadgangen karakter av å være en sikkerhetsventil for selskapene. Der det ikke foreligger særlige omstendigheter

¹¹⁹ OBS-2011-1 *Sevan Marine ASA* punkt 6

¹²⁰ Se for eksempel OB-2008-32 *Norske Skogindustrier ASA* der det uttales at det ikke vil være tilstrekkelig for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon at man venter på at et styremøte skal fullføres.

som gir utsteder adgang til å utsette offentliggjøring skal innsideinformasjonen offentliggjøres.

3.2 Forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen ved pågående prosesser

Utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon vil være en aktuell problemstilling i de fleste pågående prosesser. Det vil derfor være relevant å undersøke hvordan forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen er i slike situasjoner.

Med pågående prosesser tenker jeg på forskjellige situasjoner der utstederselskapet er i forhandlinger eller andre situasjoner der selskapet selv genererer den innsideinformasjon som oppstår. Et eksempel er der utstederselskapet er i forhandlinger om oppkjøp av aksjene i et annet selskap. I en slik situasjon kan det tenkes at innsideinformasjon oppstår før det er enighet om at aksjekjøpet skal gjennomføres (og i alle fall før aksjekjøpsavtalen underskrives), for eksempel etter at partene har underskrevet en intensjonsavtale. I slike situasjoner vil det svært ofte være i utstederselskapets interesse å utsette offentliggjøringen av opplysningene, for eksempel for å hindre andre selskaper fra å komme med høyere bud på aksjene. Et annet eksempel på en pågående prosess kan være at utsteder arbeider med å oppfylle visse betingelser i forbindelse med ny finansiering.

I dette avsnittet vil jeg særlig se på den såkalte «realitetsgrundsætning» som har vært lagt til grunn som tidspunktet for informasjonspliktens inntreden av to danske forfattere, Jesper Lau Hansen og Erik Werlauff, og hvordan denne står seg etter EU-domstolens rådgivende uttalelse i Daimler-saken fra juni 2012. Jeg vil også se på norsk praksis angående informasjonshåndtering i pågående prosesser.

3.2.1 Realitetsgrunnsetningen og Daimler-saken

Lau Hansen og Werlauff har argumentert for at tidspunktet for noterte selskapers informasjonsplikt må vurderes ut fra den såkalte «realitetsgrundsætning».¹²¹ Etter denne skal innsideinformasjon offentliggjøres så raskt som mulig etter at forholdet er blitt en realitet. Artikkelen legger til grunn at opplysninger kan være en realitet for eksempel dersom en hendelse har inntruffet eller man er kommet til reell enighet om en avtale. Det er derimot irrelevant om det fremdeles mangler noe før «alt er i boks», eksempelvis signering av avtalen.

Forfatterne legger til grunn at *innsideinformasjon* i seg selv kan oppstå på et tidspunkt da det ennå er usikkert om forholdet blir en realitet.¹²² Dette synspunktet er noe overraskende da det avgjørende for informasjonspliktens inntreden etter MAD art. 6 (1) er at det oppstår innsideinformasjon. Dette følger av formuleringen:

*«Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public **as soon as possible of inside information** which directly concerns the said issuers»* (min utheving).

Da MAD er et fullharmoniseringsdirektiv¹²³ som skal sikre like regler i hele EØS-området, vil også dansk (og annen europeisk) litteratur være relevant for tolkningen av bestemmelsene. Realitetsgrunnsetningen vil være av betydning for forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen ved at den regulerer det tidspunkt informasjonsplikten inntreffer, og således også tidspunktet for adgangen til utsettelse av innsideinformasjon.

Lau Hansen og Werlauff argumenterer i artikkelen fra 2007 for at realitetsgrunnsetningen er i samsvar med EU-retten. De bygger dette på reelle og praktiske hensyn. Det legges vekt

¹²¹ Se Lau Hansen (2007) og Lau Hansen (2008)

¹²² Lau Hansen (2007) s. 112

¹²³ Bergo (2008) s. 263

på at offentliggjøring av forhold som ennå ikke er blitt en realitet vil nødvendiggjøre en stadig strøm av opplysninger og hertil korreksjoner av tidligere offentliggjort informasjon som vil drukne markedet i informasjon og bidra til forvirring snarere enn markedets opplysning.¹²⁴

Forfatterne argumenter videre med at realitetsgrunnsetningen må følge av art. 2 (2) i kommisjonsdirektiv 2003/124/EF der det i direktivets danske oversettelse fremgår at utstedere skal anses å ha overholdt sin informasjonsplikt når de umiddelbart har informert markedet der det:

«foreligger en række forhold eller er indtrådt en begivenhed ... selv om forholdene eller begivenheden endnu ikke er formaliseret».

Den danske oversettelsen kan dermed tyde på at realitetsgrunnsetningen er en riktig fortolkning av informasjonsplikten ved pågående prosesser. Den svenske oversettelsen trekker i samme retning.¹²⁵ I artikkelen er bare den danske oversettelse av direktivet behandlet.

I den engelske oversettelsen av kommisjonsdirektivet legger art. 2 (2) til grunn at informasjonsforpliktelsen er overholdt der utsteder umiddelbart har informert markedet:

*“upon the **coming into existence** of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalized.”*(min utheving).

¹²⁴ Lau Hansen (2007) s. 113

¹²⁵ Den svenske oversettelsen benytter formuleringen: *«det har uppstått omständigheter eller en händelse ... oberoende av om dessa ännu inte har formaliserats».*

Den engelske oversettelsen **kan** dermed vise at informasjonsplikten inntre før et forhold kan anses som en realitet, men direktivets engelske versjon kan også forstås i samsvar med realitetsgrunnsetningen.

Lau Hansen og Werlauff vurderer etter dette noen uttalelser fra CESR angående adgangen til utsatt offentliggjøring samt forhandlingseksemplet og godkjenningseksemplet. Forfatterne legger til grunn at forhandlingseksemplet gjelder et forhold som ikke er endelig, mens godkjenningseksemplet kun gjelder endelige forhold.

Lau Hansen og Werlauff konkluderer med at tidspunktet for informasjonspliktens inntreden etter EU-retten er usikker, men at mye taler for at realitetsgrunnsetningen skal legges til grunn.¹²⁶

Realitetsgrunnsetningen legger følgelig til grunn en mindre streng tolkning av tidspunktet for informasjonspliktens inntreden enn den som har vært lagt til grunn i norsk rett ved at det kreves at forholdet faktisk skal være inntruffet før det utgjør innsideinformasjon. Til sammenligning kan man se at grensen for innsideinformasjon var nådd i OBS-2008-2 *Fast Search and Transfer ASA* da Microsoft vurderte å fremme et bud om kjøp av aksjer i Fast.¹²⁷ I Fast-saken var det på det tidspunktet børsstyret fant at det forelå innsideinformasjon fremdeles usikkert hvorvidt Microsoft ville inngi et bud.¹²⁸ Det var således ennå et stykke frem til forholdet kunne anses å være en «realitet». Dette viser at grensen for informasjonspliktens inntreden blir praktisert strengere i Norge enn det de danske forfattere la til grunn som gjeldende dansk rett.

¹²⁶ Lau Hansen (2007) s. 116

¹²⁷ Se nærmere om saken i avsnitt 3.2.2

¹²⁸ OBS-2008-2 punkt 6.1.2

EU-domstolen behandlet i juni 2012 behandlet en sak som direkte omhandler temaet for Lau Hansens og Werlauffs artikler, nemlig tidspunktet for informasjonspliktens inntreden, sak C/19-11 *Daimler*.

Daimler-saken er en rådgivende uttalelse om forståelsen av MAD og kommisjonsdirektiv 2003/124/EF. I den underliggende saken krevde en tysk statsborger erstatning for lidt tap som følge av påstått for sen offentliggjøring av informasjon om styrelederen i Daimlers førtidige avgang fra sitt styreverv.

I saken hadde styrelederen for Daimlers administrerende styre vurdert å trekke seg fra vervet før utløpet av styreperioden. Mellom 17. mai 2005 og 18. juli 2005 foregikk det samtaler på styrenivå i Daimler vedrørende styreleders avgang. I styremøte 27. juli godkjente styret styreleders adgang og tilsatte en ny styreleder. Denne informasjonen ble gitt markedet kl. 0950 28. juli 2005. Samme dag steg Daimlers aksjekurs kraftig.

Daimler ble frifunnet i den første rettsinstansen i Tyskland. Ankesdomstolen anmodet EU-domstolen om rådgivende uttalelser i to spørsmål der det første blant annet gjaldt om mellomliggende stadier i en prosess frem mot realiseringen av et fremtidig forhold kunne utgjøre innsideinformasjon. Det andre spørsmålet gjaldt hvilken grad av sannsynlighet som ligger i uttrykket «med rimelighed kan forventes at indtræde» i art. 1 (1) i Kdir. 2003/124/EF. Artikkel 1 (1) i kommisjonsdirektivet søker å klargjøre når en opplysning er en «presis opplysning» etter MAD. Sakens andre spørsmål bidrar dermed til å klargjøre når innsideinformasjon oppstår i pågående prosesser og således indirekte når informasjonsplikten inntreffer.

EU-domstolen starter med å fastslå at et mellomliggende trinn i en prosess kan, etter en normal ordlydsfortolkning, utgjøre slike «omstendigheter» eller «begivenheter» som det

vises til i Kdir. 2003/124/EF art. 1 (1), se vphl. § 3-2 (2). EU-domstolen viser som støtte for dette også til eksemplene på hva som kan utgjøre «legitime interesser».¹²⁹

EU-domstolen konkluderer med at et foreløpig steg i en prosess kan utgjøre «presise opplysninger» og således innsideinformasjon.¹³⁰ Til støtte for dette synspunkt legger domstolen særlig vekt på at en annen løsning vil risikere å underminere de hensyn som gjør seg gjeldende for reglene om informasjonsplikt, altså markedets integritet og investorers tillit til markedet. EU-domstolen legger også vekt på at dersom man utelukker at foreløpige steg i en prosess kan utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon kan parter som har denne informasjonen bli stilt i en urettmessig fordelaktig posisjon.¹³¹

Det andre spørsmålet i saken gjaldt som nevnt hvilken grad av sannsynlighet som ligger i uttrykket «med rimelighed kan forventes at indtræde» i kommisjonsdirektivets art. 1 (1) om hva som skal anses å utgjøre «presise opplysninger». Mer presist var spørsmålet om uttrykket «med rimelighed» tilsier en overveiende eller høy grad av sannsynlighet for at en hendelse skal inntreffe. Domstolen behandlet også spørsmålet om formuleringen kan ha et forskjellig innhold alt ettersom kurspåvirkningspotensialet varierer, slik at det for en opplysning om en forestående hendelse med et høyt kurspåvirkningspotensial kan kreves en lavere sannsynlighetsgrad for at hendelsen skal inntreffe for at opplysningen skal anses som tilstrekkelig presis.

EU-domstolen starter drøftelsen med å vurdere forskjellige språklige versjoner av uttrykket «med rimelighet kan forventes ...» og finner at det bare er den tyske utgaven av direktivet som bruker en formulering som fokuserer på sannsynligheten for at en hendelse skal inntreffe («med en tilstrekkelig grad av sannsynlighet», tysk: mit hinreichender

¹²⁹ Se kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art 3. (1) og vphl. § 5-3 (2)

¹³⁰ C/19-11 *Daimler* avsnitt 38

¹³¹ C/19-11 *Daimler* avsnittene 35 og 36

Wahrscheinlichkeit). Alle andre språkversjoner Domstolen undersøkte brukte uttrykk som lignet på «med rimelighet» (eksempelvis i den engelske versjonen: «reasonably»).

Domstolen fant at bruken av et rimelighetsbegrep for å beskrive den påkrevde sannsynlighetsgrad for at en hendelse vil inntreffe talte for at vurderingen måtte gjøres konkret i den enkelte sak. Uttrykket «med rimelighet kan forventes ...» setter dermed ikke krav om en høy grad av sannsynlighet for at en hendelse skal inntreffe. EU-domstolen la også vekt på hensynene til markedets integritet og investorbeskyttelse når den kom frem til dette resultatet da retten mente at disse hensynene ville bli skadelidende dersom man tolket vilkåret slik at det krevde overveiende eller høy grad av sannsynlighet for å være oppfylt. Domstolen presiserer at uttrykket «presise opplysninger» må avgrenses mot opplysninger om forhold det er usannsynlig eller lite trolig at vil inntreffe.

Avgjørende for om opplysninger om en forestående hendelse skal anses som «presise» blir dermed om det er en «realistisk mulighet» for at hendelsen vil inntreffe.

EU-domstolen fant at det ikke var belegg for å tolke bestemmelsen om «presise opplysninger» i art. 1 slik at det kreves en lavere sannsynlighetsgrad for at en opplysning skal anses som «presis» dersom den har et høyt kurspåvirkningspotensiale. En slik tolkning måtte innebære at vilkårene om presisjon og kurspåvirkningspotensial måtte tolkes avhengig av hverandre (engelsk: «co-dependent»). Vilårene skal derimot forstås slik at de er minimumsvilkår som må tolkes hver for seg og som begge må være oppfylt for at en opplysning skal anses å være presis.

Daimler-saken viser at Lau Hansen og Werlauffs lære om at informasjonsplikten først inntreer når forholdet er en «realitet» ikke er i overenstemmelse med EU-retten. EU-domstolen bekrefter at et mellomliggende trinn i en pågående prosess kan utgjøre «presise opplysninger». Slike mellomliggende trinn kan dermed være informasjonspliktig innsideinformasjon dersom de øvrige vilårene for innsideinformasjon foreligger. Saken klargjør også begrepet «presise opplysninger» ved at en opplysning i en pågående prosess

er tilstrekkelig presis dersom det er en realistisk mulighet for at den inntreffer. Dette taler for at informasjonsplikten må tolkes strengt ved at terskelen for hva som utgjør innsideinformasjon i slike situasjoner er lav.

3.2.2 Norsk praksis angående informasjonsregimet i pågående prosesser

I dette avsnittet vil jeg se nærmere på praksis i overtredelsessaker ved Oslo Børs for å se om disse sakene kan belyse forholdet mellom bestemmelsene ved pågående prosesser.

Vedtaket fra Oslo Børs i saken om Intex Resources ASA («Intex»)¹³² er relevant for å vise på hvilket tidspunkt det oppstår innsideinformasjon ved pågående prosesser i norsk rett. I saken var spørsmålet om Intex brøt sin informasjonsplikt ved at selskapet offentliggjorde opplysninger om enighet om en intensjonsavtale for sent.

Intex jobbet med å finne samarbeidspartnere til en gruve på Filippinene og forhandlet med flere forskjellige parter. Selskapet ga markedet informasjon om at det hadde inngått en intensjonsavtale med et kinesisk selskap den 5. januar 2012, avtalen var da underskrevet. Selskapet var av den oppfatning at innsideinformasjon ikke oppsto før det endelige utkastet til intensjonsavtalen ble signert kvelden før offentliggjøring, altså 4. januar 2012.

Børsen var ikke enig i dette og mente at informasjonspliktig informasjon forelå senest 23. desember 2011. I forhold til spørsmålet om når opplysningene var å anse som «presise» viste børsstyret til Daimler-saken og presiserte spørsmålet om når opplysninger er tilstrekkelig presise i en forhandlingssituasjon til å være når det er en «realistisk mulighet for å nå enighet».¹³³ Det uttales også at selv intensjoner og god vilje kan utgjøre innsideinformasjon, det er ikke nødvendig at konkrete konsekvenser av avtalen beskrives. Det var heller ikke avgjørende for opplysningenes presisjonsnivå at man hadde andre

¹³² Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 *Intex Resources ASA*

¹³³ Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 *Intex Resources ASA* punkt 8.1

interessenter som alternative avtalemotparter. Børsen fant altså at opplysningene var tilstrekkelig presise den 23. desember 2011 ved at det fremsto som en realistisk mulighet at avtalen ville bli signert. På dette tidspunktet hadde opplysningene også kurspåvirkningspotensial og det forelå dermed informasjonspliktig innsideinformasjon.

Selskapet hadde ikke besluttet utsatt offentliggjøring, børsen nøyde seg derfor med å bemerke at det syntes klart at man kunne utsatt offentliggjøring i denne situasjonen.

Vedtaket ble påklaget til Børsklagenemnden og 16. april 2013 ble børsstyrets vedtak opphevet.¹³⁴ Avgjørende for opphevelsen var en ulik vurdering av når innsideinformasjon oppsto. Nemnden fant under tvil at opplysningene ikke hadde karakter av å være innsideinformasjon på det tidspunkt da børsstyret la til grunn at det forelå innsideinformasjon. Børsklagenemnden vurderte det slik at det ikke forelå sannsynlighetsovervekt for at Intex ville inngå en intensjonsavtale med det kinesiske selskapet 23. desember 2011. Det fremsto dermed ikke som en realistisk mulighet at avtalen ville bli signert på daværende tidspunkt. Informasjonsplikten inntrådte først «i nær tilknytning til signeringstidspunktet»¹³⁵ og innsideinformasjonen var således offentliggjort rettidig.

Intex tok i klagen til orde for en differensiert tilnærming til håndteringen av innsideinformasjon der en «begivenhet eller rekke av begivenheter kan utgjøre innsideinformasjon i forhold til handleforbudet før det anses som innsideinformasjon i forhold til utsteders informasjonsplikt»¹³⁶. Selskapet begrunnet dette i ordlyden i Kdir. 2003/124/EF art. 2 (2) og en artikkel av Lau Hansen fra desember 2012. Børsklagenemnden fant at det ikke er grunnlag for en differensiering i norsk rett og bygget dette blant annet på at art. 2 (2) i kommisjonsdirektivet ikke har kommet til uttrykk i norsk

¹³⁴ Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 *Intex Resources ASA*

¹³⁵ Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 *Intex Resources ASA* punkt 9.3

¹³⁶ Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 *Intex Resources ASA* punkt 9.2

lovtekst. Synspunktet ble også begrunnet i at direktivbestemmelsen har skapt ulik praktisering av tidspunktet for informasjonspliktens inntreden i EØS-området, videre at Daimler-saken ikke støtter en differensiering og endelig at reelle hensyn ikke tilsa differensiering.

Av særlig interesse for denne oppgaves problemstilling er at Børsklagenemnden i Intex-saken uttaler at i vurderingen av om et enkeltstående steg i en pågående prosess kan utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon må selskapene:

*«foreta en vurdering av kursrelevansen av de fremtidige begivenheter som fremstår å ha sannsynlighetsovervekt, samtidig som man må vurdere kursrelevansen av de fakta som til enhver tid foreligger».*¹³⁷

Formodentlig må uttalelsen forstås slik at et mellomliggende trinn i en pågående prosess utgjør informasjonspliktig innsideinformasjon der (1) prosessen mer sannsynlig enn ikke vil ende i et endelig forhold, (2) det mellomliggende forholdet er «egnet til å påvirke kursen ... merkbart»¹³⁸, og (3) opplysninger om det mellomliggende trinnet ikke er «offentlig tilgjengelig eller allment kjent»¹³⁹.

Fusjonsforhandlinger og arbeid med emisjoner er typiske pågående prosesser der det kan oppstå informasjonspliktig innsideinformasjon. Saken OBS-2008-1 *Global Geo Services ASA* viser at slike prosesser kan utgjøre innsideinformasjon og at utsettelse i slike saker kan oppfylle kravet til «legitime interesser». Det uttales blant annet på generelt grunnlag at:

«En mulig fusjon vil normalt være å anse som opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer «merkbart».

¹³⁷ Børsklagenemndens vedtak av 16. april 2013 *Intex Resources ASA* punkt 9.3

¹³⁸ Vphl. § 3-2 (1)

¹³⁹ Vphl. § 3-2 (1)

Spørsmålet om brudd på informasjonsplikten ble reist i to sammenhenger. GGS arbeidet med en rettet emisjon og børsen uttalte at opplysninger om en mulig emisjon regelmessig vil være å anse som innsideinformasjon som direkte angår selskapet og altså informasjonspliktige opplysninger. I denne saken var selskapet «nær ved å komme i mål» med emisjonen og det var dermed ikke tvilsomt at opplysningene om den forestående emisjonen var tilstrekkelig presise til å utgjøre innsideinformasjon.

Børsen la til grunn at opplysninger om en mulig fusjon vil være kursrelevant informasjon. Børsen fant at innsideinformasjon i forhold til emisjonen forelå senest 28. mai 2007. Innsideinformasjonen ble utlignet ved børsmelding 1. juni 2007.

Børsen fant at det forelå legitime interesser i å utsette offentliggjøringen ved både fusjonsforhandlingene og emisjonsprosessen.

Sak OBS-2008-2 *Fast Search and Transfer ASA* («Fast») kan også belyse forholdet mellom bestemmelsene ved pågående prosesser. Saken gjaldt brudd på plikten til å varsle om utsatt offentliggjøring, men er likevel relevant for denne drøftelsen.

Fast hadde utviklet en programvare for bedriftssøk og Microsoft ønsket å samarbeide med Fast om flere prosjekter. Det var tidligere blitt inngått en «Non-Disclosure Agreement» («NDA») mellom partene. I november 2007 ble det inngått en ny NDA med et tillegg som anga at Microsoft vurderte å fremme et tilbud om oppkjøp av aksjene i Fast. Den 4. januar 2008 ble det opplyst muntlig at Microsoft ville legge inn et bud på Fast. Mandag 7. januar 2008¹⁴⁰ ble Fast-aksjen suspendert på grunn av det forestående budet. Påfølgende dag ble det offentliggjort en melding om at Microsoft hadde fremmet et tilbud om å overta alle aksjene i Fast til en pris på NOK 19 per aksje.

¹⁴⁰ I vedtaket er årstallet angitt til 2007. Dette er formodentlig ren feilskrift.

Børsen mente at opplysningene om det forestående budet utgjorde innsideinformasjon. Opplysningene utgjorde innsideinformasjon allerede på det tidspunkt da selskapene ble enige om tillegget til NDA'en, altså 7. november 2007. Plikten til å offentliggjøre informasjonen, alternativt utsette offentliggjøringen, inntrådte altså på dette tidspunktet. Børsen legger til grunn at Fast ville oppfylt kravet til «legitime interesser», men at selskapet brøt sine forpliktelser ved ikke å varsle børsen underhånden om utsettelsen.

I denne saken ser vi at innsideinformasjon inntreffer ganske tidlig ved at det var tilstrekkelig for å oppfylle kravet til merkbart kurspåvirkningspotensial at det ble vurdert å fremme tilbud om kjøp av aksjene i Fast. Budgivers størrelse var et relevant moment ved avgjørelsen av om det forelå merkbart kurspåvirkningspotensial – at et av verdens største IT-selskaper ønsker å kjøpe aksjer i utstederselskapet vil regelmessig ha et høyere kurspåvirkningspotensial enn dersom budgiver var et IT-selskap på samme størrelse som Fast.

Lagmannsrettens behandling i Sense-saken¹⁴¹ gir også veiledning i avgjørelsen av når innsideinformasjon inntreffer ved fusjonsforhandlinger. I dommen uttales det at:

«Selv om endelige beslutninger ikke var truffet, representerte planene slike muligheter for transaksjoner at det dreide seg om sensitive opplysninger som var egnet til å påvirke aksjekursen i betydelig grad dersom de var blitt kjent i markedet på kjøpstidspunktet ...»

Saken gjaldt straffutmåling for overtredelse av forbudet mot handel og tilskyndelse til handel der tiltalte hadde innsideinformasjon, men vurderingen av hva som utgjør innsideinformasjon blir den samme. Sense-saken ble senere behandlet i Høyesterett¹⁴², men Høyesterett uttalte ikke noe om når innsideinformasjon inntreffer ved fusjonsforhandlinger.

¹⁴¹ LF-2005-152787

¹⁴² Rt-2006-1049

3.2.3 Oppsummering

Gjennomgangen av norsk praksis har vist at informasjonsplikten ved pågående prosesser kan oppstå på et tidspunkt som ligger forut for det tidspunkt der opplysningen kan anses som en «realitet». Dette standpunktet er riktig også etter børsklagenemndens vedtak i Intex-saken. Norsk praksis gir altså utstederne en snevrere frist enn det som følger av «realitetsgrunnsetningen». Daimler-saken viste at norsk praksis er i samsvar med EU-retten på dette punkt.

Dette viser at informasjonsplikten må forstås som en streng plikt. Samtidig viser børspraksisen at vilkåret om at selskapets «legitime interesser» ikke skal skades normalt er oppfylt der utstederselskapet er i en pågående prosess, dette ble blant annet lagt til grunn i GGS-saken. Dette viser at utstederselskapet ved pågående prosesser normalt vil være innenfor den snevre adgang til utsatt offentliggjøring som er lagt til grunn i relevante rettskilder.

3.3 Forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen ved andre typetilfeller

I dette avsnittet vil jeg belyse forholdet mellom informasjonsplikten og utsettelsesadgangen ved å se på hvordan utsettelsesadgangen skal forstås ved andre typetilfeller enn pågående prosesser.

3.3.1 Olje- og gassfunn

For oljeselskaper kan det oppstå spesielle problemer i forbindelse med offentliggjøring og utsettelse av innsideinformasjon der innsideinformasjonen gjelder oljefunn og lignende. I en situasjon der et oljeselskap gjør et oljefunn vil dette som regel utgjøre «presise opplysninger ... som er egnet til å påvirke kursen ... merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet», altså innsideinformasjon. Om funnet utgjør

innsideinformasjon vil variere med funnets relative størrelse i forhold til selskapets størrelse. For små oljeselskaper kan selv antydninger til funn utgjøre innsideinformasjon, mens for de største kan selv et bekreftet funn tenkes å ikke ha kurspåvirkningspotensiale og således ikke utgjøre innsideinformasjon.¹⁴³

I funnsituasjoner kan selskapets toppledelse og styre tenkes å få informasjon om funnet senere enn andre som har arbeidet med letingen og det kan dermed oppstå spesiell problematikk i forbindelse med håndteringen av innsideinformasjonen, for eksempel ved føring av innsidelister.¹⁴⁴ Det er derfor gitt et eget børssirkulære om opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og gassselskaper.¹⁴⁵

I forbindelse med pågående prosesser og andre situasjoner der det kan oppstå innsideinformasjon står olje- og gasselskapene overfor de samme utfordringer som andre noterte selskaper. Sirkulæret gir dermed kun veiledning i forhold til funnsituasjoner og adgangen til å utsette offentliggjøring i slike situasjoner.

Ved funn av olje og gass har Nærings- og handelsdepartementet krevd at pressemeldinger om funn skal utarbeides av Oljedirektoratet i samarbeid med selskapet og offentliggjøres av Oljedirektoratet senest samtidig med selskapets offentliggjøring. Kravet fremkom i et administrativt pålegg gitt i august 1973, og gjentatt september 2007.¹⁴⁶

I tidligere børssirkulære har det vært antatt at slik forhåndsgodkjennelse av pressemeldingen var tilstrekkelig til å oppfylle kravet til «legitime interesser» ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

¹⁴³ Børssirkulære 9/2009 s. 8-9

¹⁴⁴ Eksemplet bygger på innlegg i paneldebatt under Børsrettsdagene 2013, Haugane (2013)

¹⁴⁵ Børssirkulære 9/2009

¹⁴⁶ Børssirkulære 9/2009 s. 9

Fra og med børssirkulære 9/2009 anses dette ikke lenger å utgjøre tilstrekkelig grunnlag for å oppfylle vilkåret om «legitime interesser». Børsen la da til grunn, etter blant annet samtale med Oljedirektoratet, at det ikke er tilstrekkelig grunnlag for utsettelse at man venter på forhåndsgodkjenning fra Oljedirektoratet.

Den endrede praksisen ved offentliggjøring av olje- og gassfunn viser at markedets behov for informasjon tillegges større vekt enn myndighetenes ønske om en samkjørt offentliggjøring av funnet. Dette er naturlig med tanke på Norges posisjon som eksportør av olje- og gass og ved at energisektoren utgjør omtrent halvparten av markedet på Oslo Børs.¹⁴⁷ Ved at energisektoren står så sterkt på Oslo Børs er umiddelbar informasjonstilgang om olje- og gassfunn avgjørende for at investorer i denne sektoren skal ha tillit til Oslo Børs. Offentliggjøring, eller utsettelse, av olje- og gassfunn må derfor skje etter de alminnelige regler i verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3.

3.3.2 Likviditetsproblemer

Et annet typetilfelle der utstederselskapene kan tenkes å være tilbakeholdne med å overholde sin informasjonsplikt er ved likviditetsproblemer. Som nevnt overfor i avsnitt 2.4.1.1 kan det tenkes at selskapet vil oppleve at kredittilgangen «strupes» og at aksjekursen faller markant. Et eksempel er den nevnte situasjonen i Northland Resources.

Et annet eksempel på når informasjonsplikten inntreffer ved likviditetsproblemer finnes i børsstyrets sak OBS-2011-4 *Sevan Marine ASA*. I denne saken forelå det opplysninger om en forventet kostnadsoverskridelse i forbindelse med oppgradering av en av selskapets produksjonsrigger, i størrelsesordenen 16 – 55 millioner USD. Selskapet hadde kontaktet utvalgte investorer med tanke på å gjennomføre en rettet emisjon på ettermiddagen 16. mai 2011. Selskapet vurderte at opplysningene på det tidspunktet måtte anses som

¹⁴⁷ Børsens hjemmesider. Energi

innsideinformasjon. Innsideinformasjonen ble utlignet ved børsmelding 20. mai 2011. Spørsmålet for børsstyret var om innsideinformasjon var oppstått før 16. mai 2011.

Styret i selskapet ble første gang orientert om at det verserte rykter om potensielle kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgraderingen 1. mai 2011 og disse ryktene ble bekreftet for styret to dager senere.

Børnstyret la til grunn at opplysningene om kostnadsoverskridelsene var tilstrekkelig presise den 3. mai 2011, selv om de ikke var fullstendige eller entydige. Grunnet selskapets øvrige finansielle situasjon mente Oslo Børs at kravet til kurspåvirkningspotensial var oppfylt selv om kostnadsoverskridelsen skulle vise seg å være i nedre sjikt av intervallet. Opplysningene utgjorde dermed informasjonspliktig innsideinformasjon.

I saken ble det fattet beslutning om utsatt offentliggjøring, men dette ble besluttet nesten to uker etter tidspunktet da børsen la til grunn at det forelå innsideinformasjon. Børsen vurderte derfor ikke om vilkårene for utsettelse var tilstede.

Situasjonen i Northland Resources viser at likvidetsproblemer er meget kurssensitive opplysninger. Denne kurssensitiviten viser at utsatt offentliggjøring i slike situasjoner kan reise særlige problemer i forhold til vilkåret om at allmennheten ikke skal villedes. Aksjekursen uten innsideinformasjonen kan variere meget fra den kursen som ville vært fastsatt dersom allmennheten hadde kjent til innsideinformasjonen og dette taler for at det kan foreligge en situasjon med «kvalifisert» villedelse. Hensynet til riktig kursfastsettelse taler for at adgangen til utsatt offentliggjøring bør være snever i perioder med likviditetsproblemer.

På den annen side kan nettopp behovet for hemmelighold være så stort i en slik situasjon at hensynet til markedets informasjonsbehov må vike. I vphl. § 5-3 (2) nr. 1 (i det eksempel på «legitime interesser» som jeg har kalt forhandlingseksemplet) fremheves det at vilkåret om «legitime interesser» i særdeleshet kan relatere seg til alvorlig og umiddelbart truende

økonomiske situasjoner, altså perioder med likviditetsproblemer. Når konsekvensene av å offentliggjøre informasjon om likviditetsproblemer kan bli så store som i tilfellet med Northland Resources viser dette at selskapets behov for hemmelighold i slike tilfeller kan være tungtveiende nok til å utsette offentliggjøring. Selskaper i likviditetsproblemer vil altså regelmessig være innenfor den snevre adgang til utsatt offentliggjøring som gjelder i norsk rett.

3.3.3 Endringer i tidligere meldt informasjon

Ved offentliggjøring av innsideinformasjon kan det senere komme endringer i denne informasjonen som nødvendiggjør en ny melding. Eksempler på slike situasjoner kan være avbrutte forhandlinger etter at det var gitt melding om inngått intensjonsavtale eller et lengre driftsavbrudd enn først antatt.

Slike situasjoner reiser spørsmål om når det igjen oppstår innsideinformasjon og hvordan vilkårene for utsatt offentliggjøring skal forstås i en slik situasjon, særlig vilkåret om ikke-villedelse.

Sak OBS-2011-3 *Bionor Pharma ASA* kan belyse spørsmålet om når informasjonsplikten igjen inntreffer. I saken var spørsmålet om Bionor Pharma ASA («Bionor») brøt sin informasjonsplikt ved ikke å rettidig offentliggjøre at tidligere meldte opplysninger var delvis feilaktige.

Bionor var i gang med testing av en terapeutisk HIV-vaksine, Vacc-4x. Den 1. oktober 2010 sendte selskapet ut en børsmelding der man ga uttrykk for at vaksinen ikke virket som håpet og at man derfor innstilte videre utvikling av vaksinen. Etter offentliggjøringen av denne informasjonen fortsatte analysen av testresultatene som viste at vaksinen hadde medført en signifikant reduksjon i mengden av HIV-virus hos den gruppen som hadde testet vaksinen. Før børsåpning den 18. november 2010 sendte selskapet ut en melding om dette og at man hadde omgjort beslutningen om å innstille utviklingen av Vacc-4x.

Børsen anså at vilkåret om presise opplysninger var oppfylt for alle analyser som indikerte nye funn etter 1. oktober 2010. Selskapet fikk i perioden frem til den andre børsmeldingen regelmessig informasjon og styret fikk forelagt denne informasjon allerede 12. oktober 2010. Om kvelden 12. november 2010 fant selskapets administrerende direktør at analysematerialet var faglig sett godt nok fundert, børsen la da til grunn at opplysningene på dette tidspunktet hadde kurspåvirkningspotensiale ved at en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte de som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning og at det fra dette tidspunktet forelå meldepliktig innsideinformasjon. Da informasjonen ikke ble gitt til markedet før 18. november 2010 forelå det et brudd på selskapets informasjonsplikt.

Selskapet hadde ikke fattet beslutning om utsatt offentliggjøring. Børsen drøftet derfor ikke om vilkårene for utsettelse var oppfylt.

Bionor-saken viser at informasjonsplikten igjen inntrådte når innsideinformasjon var oppstått etter definisjonen i vphl. § 3-2. Saken viser først og fremst at utstederselskapet i denne saken ikke var tilstrekkelig oppmerksomme på at det igjen kunne oppstå innsideinformasjon i utviklingen av vaksinen etter at de hadde oppfylt sin informasjonsplikt om den første utviklingen.

Ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon vedrørende endringer av allerede offentliggjort informasjon kan det oppstå problemer i forhold til vilkåret om at markedet ikke skal villedes av utsettelsen ved at markedet enten venter ny informasjon eller, som i Bionor-saken, tenker at prosjektet er «dødt». Det kan da oppstå en slik informasjonsskjevhet, og således en sterkt «feilaktig» kursfastsettelse, som kan anses så kvalifisert at en utsettelse må avskjæres fordi den er villedende for markedet.

Bionor-saken gir ikke momenter til drøftelsen av forholdet mellom bestemmelsene ved dette typetilfellet, børsen fant nemlig at det ikke var besluttet utsatt offentliggjøring.

3.3.4 Lengre utsettelsesperioder

Utsettelsen av offentliggjøring er ment å foregå over en begrenset periode, nemlig så lenge vilkårene for utsettelse faktisk foreligger. I gjennomsnitt varer utsettelsesperiodene i 41 dager¹⁴⁸, noe som må sies å være en ganske lang periode når man ser an til den betydning informasjon har for prisfastsettelsen av aksjer.¹⁴⁹ Medianen i statistikken viser en utsettelsesperiode på 14 dager, dette tyder på at det er noen saker med særlig lange utsettelsesperioder som høyner gjennomsnittet.

I dette avsnittet vil jeg behandle hvorvidt vilkårene for utsettelse skal tolkes mer restriktivt ved lengre utsettelsesperioder. Statistikken i avsnittet over viser at dette er en praktisk problemstilling.

Til en slik problemstilling må det antas at vilkårene for utsatt offentliggjøring må tolkes stadig strengere jo lengre utsettelsesperioden varer. Jeg finner støtte for dette synspunktet i forutsetningen om at utsettelsen ikke skal være villedende samt den interesseavveining som ligger implisitt i adgangen til utsatt offentliggjøring. Jeg minner om at utsettelsesadgangen er forutsatt å være «snever»¹⁵⁰ og dette må innebære at selskapenes behov for utsettelse til slutt må vike for markedets behov for informasjon. Synspunktet støttes også av børsstyrets uttalelser i OBS-2008-7 *Wega Mining ASA* der det godtas at hensynet til gjennomføringen av en igangsatt emisjonsprosess kan begrunne utsatt offentliggjøring forutsatt at selskapet faktisk arbeidet med emisjonsprosessen i i utsettelsesperioden.¹⁵¹ Selskapet må uansett foreta en løpende vurdering av om kriteriene for utsettelsene er oppfylt, herunder om kriteriene er oppfylt også etter de skjerpede vilkår som må anses å gjelde ved lengre utsettelsesperioder.

¹⁴⁸ Schultz (januar 2013) i faktaboksen «Hemmeligholder i 41 dager»

¹⁴⁹ Jfr. Efficient Capital Market Hypothesis

¹⁵⁰ Se drøftelsen under avsnitt 3.1

¹⁵¹ OBS-2008-7 *Wega Mining ASA* punkt 6.2

Skjerpelsen av vilkårene ved lengre utsettelsesperioder viser igjen utsettelsesadgangens karakter av å være en sikkerhetsventil for utstederselskapene i de situasjoner der selskapets interesser veier klart tyngre enn markedets behov for informasjon.

3.4 Implementeringen av bestemmelsen om informasjonsplikt i norsk rett

3.4.1 Er bestemmelsen om informasjonsplikt riktig implementert i norsk rett?

Visse språklige forskjeller mellom markedsmisbruksdirektivets bestemmelse om informasjonsplikt og den norske bestemmelsen om informasjonsplikt i verdipapirhandelloven kan reise spørsmålet om informasjonspliktsbestemmelsen er riktig gjennomført i norsk rett.

Ved at MAD er et fullharmoniseringsdirektiv er det ikke anledning til å fastsette verken lempligere eller strengere regler i den nasjonale gjennomføringen av direktivet. Dersom bestemmelsen om informasjonsplikt er feilaktig implementert i norsk rett må det, i medhold av det alminnelige presumsjonsprinsipp antas at vphl. § 5-2 skal tolkes slik at den samsvarer med direktivbestemmelsen i MAD art. 6 (1). For å avgjøre hvordan informasjonsplikten skal forstås er det derfor nødvendig å se hvorledes plikten praktiseres i norsk rett.

Verdipapirhandellovens § 5-2 gjennomfører MAD art. 6 (1). Direktivbestemmelsen krever at utstedere skal informere om innsideinformasjon «as soon as possible». Dette er i norsk rett gjennomført ved bruk av formuleringen «uoppfordret og umiddelbart». Grunnen til at man valgte å benytte formuleringen «uoppfordret og umiddelbart» i stedet for en mer ordrett oversettelse av direktivteksten, «så raskt som mulig», var at «uoppfordret og umiddelbart» var kravet til utstederes løpende informasjonsplikt etter de norske regler forut for vedtakelsen av MAD. I Finanstilsynets høringsnotat fra 2004 antas det at det ikke er

noen «vesentlig realitetsforskjell mellom disse vilkårene»¹⁵² og at «uoppfordret og umiddelbart» var en mer «hensiktsmessig» formulering enn en mer ordrett oversettelse av direktivteksten, uten at man ga noen nærmere begrunnelse for dette.¹⁵³ Finansdepartementet sluttet seg til dette forslaget.¹⁵⁴

Det kan anføres at informasjonsplikten etter en språklig fortolkning inntreer senere ved bruk av uttrykksmåten «så raskt som **mulig**» (min utheving) enn ved bruk av ordet «umiddelbart». Dette selv om uttrykket «umiddelbart» nok snarere må leses som «uten ugrunnet opphold» enn rent bokstavelig. Det vises til at det ikke er mulig å oppfylle plikten samtidig med at den aktuelle hendelse inntreer.

Ved at MAD skal være et fullharmoniseringsdirektiv kan det være problematisk at man har valgt en gjennomføring som kan tilsi en strengere norm enn den som er valgt i direktivteksten. I samsvar med presumsjonsprinsippet i norsk rett, må det derfor legges til grunn at informasjonsplikten skal tolkes slik at den inntreer så snart som mulig dersom man finner at vilkåret er for strengt formulert i den norske gjennomføringen.¹⁵⁵ Det er etter mitt syn uheldig at Finansdepartementet og Finanstilsynet ikke foretok en grundigere vurdering av om «uoppfordret og umiddelbart» var en egnet implementering utover å anta at dette var mer «hensiktsmessig» enn en mer ordrett implementering.

Som en oppsummering kan det rettes kritikk mot den formulering som er valgt ved gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet ved at man kan ha valgt en strengere norm for når informasjonsplikten inntreer enn den som er lagt til grunn i direktivet. I samsvar med det alminnelige presumsjonsprinsipp som gjelder i norsk rett, må dette innebære at tidspunktet for informasjonspliktens inntreden må tolkes i samsvar med det som gjelder

¹⁵² Høringsnotat 2004 punkt 8.2.1

¹⁵³ Høringsnotat 2004 punkt 8.3.1

¹⁵⁴ Ot.prp nr. 12 (2004-2005) s. 54

¹⁵⁵ Sml. Bergo (2008) s. 264

etter direktivet, nemlig «as soon as possible», dersom det skulle være en realitetsforskjell mellom formuleringene.

3.4.2 Tidspunktet for informasjonsplikten inntreden i visse andre europeiske land

I andre europeiske land har implementeringen av MAD ført til ulike regler og praktiseringen av informasjonsplikten har vært ulik. Dette ble tatt opp som en problemstilling av EU's ekspertgruppe på børsmarkedet og verdipapirmarkedet. I gruppens rapport fra juli 2007 fremheves variasjonene i håndhevelsen av kravet til «as soon as possible» som et problem.¹⁵⁶

I ekspertgruppens funn vises det til at i enkelte medlemsstater måles akseptable forsinkelser ved offentliggjøring av innsideinformasjon ikke i timer, men i dager. Dette fører til at visse medlemsstater ikke praktiserer bestemmelsen etter sin ordlyd, nemlig at offentliggjøringen skal skje «as soon as possible».

Særlig i forhold til informasjonsplikten ved pågående forhandlinger fant ekspertgruppen at det var store variasjoner i praktiseringen av reglene innad i EØS-området. Som et generelt eksempel trekkes det frem forskjeller i om medlemsstatene krever offentliggjøring av intensjoner ved pågående prosesser og fremgang ved slike prosesser. Et konkret eksempel er implementeringen i Italia. Der kreves det ikke offentliggjøring underveis i pågående prosesser, informasjonsplikten gjelder kun det endelige resultatet av prosessen.¹⁵⁷ Italias implementering viser altså en plikt som inntreffer på samme tidspunkt som realitetsgrunnsetningen.

Dette viser at bestemmelsen om informasjonsplikt ikke anvendes på den entydige måte som forutsettes når bestemmelsen gis i et fullharmoniseringsdirektiv. En sammenligning av den

¹⁵⁶ ESME (2007) punkt 3.1 andre kulepunkt

¹⁵⁷ ESME (2007) punkt 3.1 tredje kulepunkt

norske implementeringen og implementeringen i andre europeiske land viser at informasjonsplikten i Norge inntreffer på et langt tidligere tidspunkt enn i eksempelvis Italia. Jeg har ikke undersøkt hvordan bestemmelsen om informasjonsplikt praktiseres i andre EØS-land utover det som fremkommer av ESME-rapporten og kan derfor ikke si noe om hvor streng den norske implementering er sammenlignet med samtlige EØS-land.

3.5 Veien videre – revisjon av markedsmissbruksdirektivet

I EU jobbes det for tiden med en revisjon av markedsmissbruksdirektivet. Regelverket vedrørende markedsmissbruk skal nå gis i en forordning. Forordningsformen innebærer at reglene «**som sådan** [skal] gjøres til del av [Norges] interne rettsorden»¹⁵⁸ (min utheving).

Kommisjonen ga 20. oktober 2011 et forslag til ny parlaments- og rådsforordning. Forslaget skal behandles i parlamentet denne våren.¹⁵⁹ Det vil derfor gå ennå noen år før disse nye reglene vil være gjennomført i norsk rett.

Forslaget viderefører informasjonsplikten i dets nåværende form ved at utstederselskaper så raskt som mulig skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.¹⁶⁰

Selskapenes adgang til å utsette offentliggjøring på eget initiativ videreføres i forslaget til nytt markedsmissbruksregime.¹⁶¹ Vilkårene skal være de samme: offentliggjøringen må skade utsteders legitime interesser, utsettelsen skal ikke villedde markedet og utsteder må holde opplysningene konfidensielle. Nytt i forslaget er at det innføres krav til meldeplikt om utsatt offentliggjøring, men til forskjell fra den nåværende adgangen til å kreve melding underhånden skal meldingen nå gis til kompetent myndighet øyeblikkelig **etter** at

¹⁵⁸ EØS-avtalen art. 7 (1) litra a

¹⁵⁹ Europalov.no

¹⁶⁰ Forslagets artikkel 12 (1)

¹⁶¹ Forslagets artikkel 12 (4)

opplysningene er offentliggjort.¹⁶² Jeg antar at en slik løsning vil føre til en sterkere etterfølgende kontroll med om vilkårene for utsettelse var oppfylt og at dette på sikt kan føre til en strengere vurdering av hvorvidt vilkårene for utsettelse var oppfylt også blant utstederne. Det kan ikke sees at forslaget gir medlemsstatene rett til å innføre meldepliktsordninger lik den som finnes i Norge i dag. Meldeplikten for utstedere i norsk regulert marked må dermed flyttes til et senere tidspunkt dersom forslaget vedtas uten endringer.

En nyhet ved forslaget er at tilsynsmyndigheten på visse vilkår kan godkjenne en utsettelse. Dersom utsteder får tilsynsmyndighetens godkjenning til å utsette skal tilsynsmyndigheten hver uke vurdere om vilkårene for utsettelse fremdeles er oppfylt.¹⁶³ Vilrårene for å få en slik godkjenning er strengere enn den normale utsettelsesadgangen. Dette kan medføre at regelen ikke blir særlig praktisk viktig, men det er klart at dersom den benyttes vil den ukentlige kontrollen medføre en strengere vurdering av om selskapets behov for hemmelighold er tilstrekkelig tungtveiende i forhold til markedets behov for informasjon.

Ved at den nåværende utsettelsesadgangen beholdes og det innføres en ordning der utsettelse kan godkjennes av tilsynsmyndigheten åpnes det følgende for et to-sporet system for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Kommisjonen synes også å gå inn for et differensiert innsideinformasjonsbegrep der forbudet mot innsidehandel inntreir på et tidligere tidspunkt enn informasjonsplikten.¹⁶⁴ Dette vil ha betydning for på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntreir. I fortalens punkt 14 uttales følgende:

«Inside information can be abused before an issuer is under the obligation to disclose it.

¹⁶² Forslagets artikkel 12 (4)

¹⁶³ Forslagets artikkel 12 punkt 5

¹⁶⁴ Forslagets fortale punkt 14

*The state of contract negotiations, terms provisionally agreed in contract negotiations, the possibility of the placement of financial instruments, conditions under which financial instruments will be marketed, or provisional terms for the placement of financial instruments may be relevant information for investors. Therefore, such information should qualify as inside information. **However, such information may not be sufficiently precise for the issuer to be under an obligation to disclose it. In such cases, the prohibition against insider dealing should apply, but the obligation on the issuer to disclose the information should not.***” (min utheving).

Dette synspunktet gjenspeiles dog ikke i bestemmelsen om informasjonsplikt, som legger til grunn samme tidspunkt for informasjonsplikts inntreden som etter art. 6 (1) i MAD. Markedet skal altså informeres «as soon as possible of inside information, which directly concerns the issuer».¹⁶⁵ At synspunktet i fortalen ikke følges opp i bestemmelsen om informasjonsplikt åpner for spørsmål om hvordan informasjonsplikten skal tolkes dersom forslaget blir vedtatt som forordning uten endringer i ordlyden. Muligens skal uttalelsen i fortalen tolkes dithen at «as soon as possible» etter forordningen skal forstås slik at informasjonsplikten inntreer senere enn etter MAD. En annen mulighet er at uttalelsen skal forstås slik at det nå ligger en sterkere begrensning i at informasjonsplikten kun gjelder innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

4 Oppsummerende konklusjon

I oppgaven har jeg søkt å vise hvilken modell Norge har valgt i implementering av markedsmisbruksdirektivets bestemmelser om løpende informasjon til markedet. Den norske implementeringen innebærer at informasjonsplikten inntreer tidlig ved at innsideinformasjon kan oppstå før et forhold er endelig eller det er klart at det vil bli en «realitet» og at utsatt offentliggjøring kan besluttes ene og alene av utsteder, men dersom

¹⁶⁵ MAD benytter uttrykket «said issuer». Dette kan ikke sees å utgjøre noen realitetsforskjell.

adgangen benyttes er utsteder underlagt en meldeplikt til børsen. Dette er en implementering som er tillatt etter direktivet, forutsatt at grensen for informasjonsplikten inntreden ikke er implementert for strengt.

De rettskildene og problemstillinger jeg har undersøkt viser at adgangen til utsatt offentliggjøring er forutsatt å være snever. Dette viser at forholdet mellom bestemmelsene skal forstås slik at informasjonsplikten er den primære plikten i informasjonsregimet og utsettelsesadgangen skal anses som en sikkerhetsventil som kun kan benyttes der utstederselskapets behov for hemmelighold er klart mer tungtveiende enn markedets behov for informasjon.

På den annen side kan det oppstå diskrepans mellom den forutsatte anvendelse av utsettelsesadgangen og den praktiske anvendelsen av utsettelsesadgangen ved at beslutningskompetansen er plassert hos utstederforetakene. Denne mulige diskrepansen kan forsterkes av børsens praksis med å legge til grunn at vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede så lenge utstederforetakene overholder kravene til melding og konfidensialitet ved benyttelse av utsatt offentliggjøring. Dersom det foreligger et slikt skille mellom det teoretiske og praktiske tidspunkt for informasjonsplikten inntreden kan dette formodentlig bedres ved å synliggjøre disse reglene enda mer for utstederne.

Det antall utsettelsesmeldinger børsen mottar hvert år viser muligens at utstederne ikke nødvendigvis vurderer adgangen til utsatt offentliggjøring som «snever» og at det således kan være en slik diskrepans mellom forutsatt og praktisk anvendelse av utsettelsesadgangen som omtalt i avsnittet over. En gjennomsnittlig utsettelsesperiode på 41 dager er egnet til å vise det samme. Statistikken kan også vise at informasjonsplikten ikke nødvendigvis oppfattes som en streng plikt, slik jeg har konkludert med at den er forutsatt å være.

Forskjellene i implementeringen av regelverket i øvrige land i EØS-området viser at forståelsen av forholdet mellom bestemmelsene har bydd på og fremdeles byr på problemer. Forskjellene gjør at regelverket ikke fungerer som et fullharmoniseringsdirektiv, slik det er

forutsatt å være. Det gjenstår å se om revisjonen av markedsmisbruksdirektivet vil medføre en mer helhetlig praktisering av regelverket. Forordningsformen vil antagelig sikre en slik helhetlig praktisering.

Det er en svakhet ved forslaget til ny markedsmisbruksforordning at bestemmelsen om informasjonsplikt ikke gjenspeiler det som legges til grunn i fortalen om et differensiert innsideinformasjonsbegrep. Jeg vil anta at et differensiert innsideinformasjonsbegrep der informasjonsplikten inntreffer på et noe senere tidspunkt enn de øvrige plikter som oppstår ved innsideinformasjon vil gjøre at flere utstedere overholder sin plikt til å informere markedet så raskt som mulig.

5 Litteraturliste

5.1 Lover

2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni nr. 75.

2007 Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni nr. 75.

2000 Lov om børsvirksomhet m.m (børsloven) av 17. november nr. 80 (opphevet).

1997 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni nr. 45.

1814 Kongeriget Norges Grundlov av 17. mai 1814.

Værdipapirhandelsloven Lovbekendtgjørelse nr. 219 av 20. februar 2013 om værdipapirhandel mv. [Danmark].

5.2 Forskrifter

2007 Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni nr. 876.

2007 Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni nr. 875.

2001 Forskrift om omdannelse av Oslo Børs av 30. mars nr. 323 (opphevet).

1994 Børsforskrift av 17. januar nr. 30 (opphevet).

5.3 EØS-relevant lovgivning m.m

TFEU Traktat om den Europæiske Unions funktionsmåde, Roma 25. mars 1957.

EØS-avtalen	Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde, Porto 2. mai 1992.
EP/ Rdir 2003/6/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) .
Kdir. 2003/124/EF	Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (EØS-relevant tekst).
CESR/ 06-562b.	Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the Market.
CESR/09-219	Guidelines – MAD Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the Market.
ESME (2007)	Market abuse. EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, Brussel, 2007.
Forslag til forordning om markedsmisbruk.	Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse). Brussel, 20. Oktober 2011.

5.4 Rettspraksis

5.4.1 Høyesterett

Rt-2012-761

Rt-2012-629

Rt-2006-1049

5.4.2 Underrettspraksis

LF-2005-152787

5.4.3 Praksis fra EU-domstolen

Case C/19-11 Markus Gelzl v Daimler AG

5.5 Børspraksis

Børsklagenemndens vedtak av 16. April 2013 *Intex Resources ASA*

Børsstyrets vedtak av 30. januar 2013 *Intex Resources ASA*

OBS-2011-4 Sevan Marine ASA

OBS-2011-3 Bionor Pharma ASA

OBS-2011-1 Sevan Marine ASA

OB-2008-32 Norske Skogindustrier ASA

OBS-2008-7 Wega Mining ASA

OBS-2008-2 Fast Search and Transfer ASA

OBS-2008-1 Global Geo Services ASA

5.6 Forarbeider

Ot.prp. nr. 80 (2008-2009) *Om lov om endringer i finansieringsvirksomhet, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinsitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)*

Ot.prp nr. 34 (2006-2007)	<i>Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)</i>
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	<i>Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbrukdirektivet)</i>
NOU 2006:3	<i>Om markeder for finansielle instrumenter</i>
NOU 1996:2	<i>Verdipapirhandel</i>
Finanstilsynets høringsnotat 2005	Begrenset revisjon av børsforskriften – implementering av EUs markedsmisbrukdirektiv.
Finanstilsynets høringsnotat 2004	Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbrukdirektiv.

5.7 Oslo Børs' sirkulære og reglement

Børssirkulære nr. 3/2005	<i>Nye regler om informasjonsplikt m.v.</i>
Børssirkulære nr. 9/2009	<i>Opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og naturgasselskaper.</i>
Opptaksregler.	<i>Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs. Gjeldende fra 1. januar 2013.</i>

5.8 Bøker og artikler

Myklebust, Trude.	<i>Innføring i finansmarkedsrett.</i> Bergen, 2011.
Bergo, Knut.	<i>Børs- og verdipapirrett.</i> 3. utgave. Oslo, 2008.

- Eckhoff, Torstein. *Rettskildelære*. 5. utgave ved Jan E. Helgesen. Oslo, 2001.
- Sæbø, Rune. *Innsidehandel med verdipapir*. Bergen, 1995.
- Geourgakopoulos, Nicholas Leonidas *A General Theory of Regulation of Secondary Securities Markets. An Economic Analysis of Securities Fraud, Insider Trading, and Corporate Disclosure*. Harvard, 1991.
- Svedberg, Johan. *Begrepet innsideinformasjon*. I: Tidsskrift for forretningsjus. 2007, nr. 2 s. 117-163.
- Gaute S. Gravir. *Implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv*. I: Tidsskrift for forretningsjus. 2005, s. 97- 116
- Jesper Lau Hansen og Erik Werlauff. *Realitetsgrundsætningen – Offentliggørelse, når begivenheten er en realitet – ikke før og ikke senere*. I: Nordisk tidsskrift for Selskabsret. 2007 nr. 1, s 108-119.
- Jesper Lau Hansen og Erik Werlauff. *Realitetsgrundsætningens genindførelse*. I: Nordisk tidsskrift for Selskabsret. 2008 nr. 3, s. 33-45.
- Jesper Lau Hansen og David Moalem. *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*. I: Capital Markets Law Journal. 2009 volum 4, nr. 3 s. 323-340

5.9 Nettdokumenter

Ekeseth, Fredrick Chr.

Børsen endrer spillereglene.

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article/2575221.ece> [Sitert 8. mars 2013].

Finanstilsynets rundskriv 28/2011

Lov om verdipapirhandel – enkelte

kommentarer til kapittel 3 og 4.

http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2011/4_kvartal/Lov-om-verdipapirhandel--enkelte-kommentarer-til-kapittel-3-og-4/ [Sitert 13. februar 2013].

Børsens hjemmesider. Virkemidler.

Virkemidler i kursnoteringen.

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Virkemidler> [Sitert 8. februar 2013 og 21. februar 2013].

Europalov.no

Markedsmisbruksforordningen om innsidehandel.

<http://europalov.no/rettsakt/markedsmisbruksforordningen-om-innsidehandel/id-5025>
<http://europalov.no/rettsakt/markedsmisbruksforordningen-om-innsidehandel/id-5025> [Sitert 8. mars 2013].

Børsens hjemmesider. Børsklagenemnden.

Børsklagenemnden.

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boersklagenemnden> [Sitert 13. mars 2013].

Børsens hjemmesider. Pressemelding
21. mars 2013

*Klage over overtredelsesgebyr oversendes
Børsklagenemnden.*
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Presserom/Pressemeldinger/Klage-over-overtredelsesgebyr-oversendes-Boersklagenemnden2> [Sitert 3. april 2013].

Distribusjonsavtale FINFO.

*Avtale om distribusjon av selskapsinformasjon
i tilknytning til Fondsmeglernes
Informasjonstjeneste AS sitt
handelsstøttesystem for unoterte aksjer.*
http://nfmf.no/nfmf.no/Norwegian/OTC-listen/Registrering_av_selskap/
[Sitert 14. mars 2013].

Børsens hjemmesider. Energi

Energi. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Energi-shipping-og-sjoemat/Energi> [Sitert 19. April 2013].

5.10 Andre kilder

Haugane, Erik. Innlegg i paneldebatt under Børsrettsdagene 2013. Oslo, 28. januar 2013.

Thomas Borchgrevink og Rasmus Woxholt. Møte med Thomas Borchgrevink og Rasmus Woxholt fra Oslo Børs' markedsovervåkningsavdeling. Oslo Børs 26. februar 2013.

Linderud, Espen. *Investorer på innsiden*. I: Dagens Næringsliv. 29. januar 2013.

Schultz, Jakob. *Ser jo merkelig ut*. I: Dagens Næringsliv. 31. januar 2013.

Schultz, Jakob. *Samlet kreditorene*. I: Dagens næringsliv. 2. mars 2013.